

TAMPEREEN YLIOPISTO  
Johtamiskorkeakoulu

**YRITYSKAUPPOJEN VAIKUTUS OSTAVAN YRITYKSEN  
TALOUELLISEEN SUORITUSKYKYYN JA ARVOON**

Yrityksen laskentatoimi  
Pro gradu -tutkielma  
Toukokuu 2017  
Ohjaaja: Lili Kihn

Justus Salminen

## TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto	Johtamiskorkeakoulu; yrityksen laskentatoimi
Tekijä:	SALMINEN, JUSTUS
Tutkielman nimi:	Yrityskauppojen vaikutus ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn ja arvoon
Pro gradu -tutkielma:	78 sivua, 2 liitesivua
Aika:	Toukokuu 2017
Avainsanat:	yrityskauppa, taloudellinen suorituskyyky, epänormaalit tuotot

---

Yrityskauppojen merkitys yritysjohton strategisena työkaluna on kasvanut globaaleilla markkinoilla suuresti. Niiden avulla pyritään kasvattamaan ja kehittämään yrityksen liiketoimintaa laajentamalla toisille markkinoille tai vahvistamalla yrityksen asemaa sen nykyisillä markkinoilla. Yrityskaupoilla voi olla merkittävä vaikutus yrityksen ja sen sidosryhmien taloudelliseen suorituskyykyyn ja hyvinvointiin. Yrityskauppojen vaikutuksia yritysten taloudelliseen suorituskyykyyn ja arvoon on tutkittu paljon, mutta kaikkia osapuolia tyydyttävää vastausta aiheeseen ei ole vielä saatu.

Tämän tutkielman tavoitteena oli tutkia suomalaisten pörssiyhtiöiden vuosina 2008–2015 tekemien yrityskauppojen vaikutusta ostavana osapuolena olevan yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn sekä arvoon. Lisäksi tutkittiin onko yrityskauppojen kansainvälisyydellä, ostavan yrityksen koolla ja yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuudella vaikutusta yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen. Tutkimusaineisto muodostui 99:stä suomalaisten pörssiyhtiöiden tekemästä yrityskaupasta ja niiden ostavana osapuolena olevan yrityksen taloudellisesta datasta. Yrityskauppojen vaikutusta ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn tutkittiin tunnusluville tehdyn toistettujen mittauksen t-testin avulla ja vaikutusta ostavan yrityksen arvoon puolestaan epänormaaleja tuottoja tutkivalla tapahtumatutkimuksella.

Tutkimuksen tulosten perusteella yrityskaupat eivät paranna ostavan yrityksen taloudellista suorituskyykyä ainakaan tutkittujen tunnuslukujen osalta. Päinvastoin, tutkimuksen perusteella yrityskaupan ostavana osapuolena olevien yritysten suorituskyyky heikkeni tai pysyi kutakuinkin ennallaan. Yrityskauppojen havaittiin vaikuttavan myös ostavan yrityksen arvoon. Lyhyellä aikavälillä, etenkin julkistamispäivän ympärillä, yrityskaupat tuottivat merkittäviä positiivisia epänormaaleja tuottoja, kun taas pitkällä aikavälillä epänormaalit tuotot olivat negatiivisia. Lisäksi ostavan yrityksen koon, yrityskaupan kansainvälisyyden sekä yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuuden havaittiin vaikuttavan yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen.

Tämän tutkielman perusteella yrityskaupan kohdeyritys tulisi valita yrityskaupalle asetettujen tavoitteiden mukaan, sillä erilaisten yrityskauppojen havaittiin johtavan vaikutuksiltaan erilaisiin lopputuloksiin. Tutkimustuloksista ei voida kuitenkaan tehdä muihin aineistoihin yleistettävissä olevia johtopäätöksiä, sillä tehtyjen rajausten jälkeen tutkimusaineisto ei ollut satunnaisotantaan perustuva.

# SISÄLLYSLUETTELO

<b>1 JOHDANTO</b>	1
1.1 Tutkielman tausta	1
1.2 Tutkielman tavoite ja keskeiset rajaukset	3
1.3 Tutkimusmetodologia	5
1.4 Keskeiset käsitteet	6
1.5 Tutkielman rakenne	8
<b>2 TUTKIELMAN TEOREETTINEN OSIO</b>	10
2.1 Yrityskaupat	10
2.1.1 Yrityskauppojen muodot	11
2.1.2 Yrityskauppojen motiivit	12
2.2 Yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen vaikuttavia tekijöitä	16
2.2.1 Maksutapa	17
2.2.2 Yrityskaupan kansainvälisyys	18
2.2.3 Omistusrakenne	20
2.2.4 Yrityksen koko	21
2.2.5 Toimialasidonnaisuus	22
2.3 Yrityskauppojen vaikutus taloudelliseen suorituskyykyyn ja arvoon	23
2.3.1 Yrityskauppojen vaikutus taloudelliseen suorituskyykyyn	24
2.3.2 Yrityskauppojen vaikutus ostavan yrityksen arvoon	27
2.3.2.1 Lyhyen aikavälin vaikutukset	27
2.3.2.2 Pitkän aikavälin vaikutukset	29
2.4 Teoreettisen osion yhteenveto	32
<b>3 EMPIIRINEN AINEISTO JA TUTKIMUSMENETELMÄT</b>	36
3.1 Tutkimusaineisto	36
3.1.1 Aineiston rajaukset	37
3.1.2 Yrityskaupan onnistumiseen vaikuttavat tekijät	39
3.1.3 Tutkimuksessa käytetyt tunnusluvut	41
3.2 Tutkimusmenetelmä	42
3.2.1 Yrityskaupan vaikutus taloudelliseen suorituskyykyyn	43
3.2.2 Yrityskaupan vaikutus yrityksen arvoon	45
3.2.3 Yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen vaikuttavat tekijät	48
3.3 Tutkimushypoteesien testaaminen	49
<b>4 EMPIIRISEN TUTKIMUKSEN TULOKSET</b>	53
4.1 Yrityskaupan vaikutus taloudelliseen suorituskyykyyn	53
4.2 Yrityskauppojen vaikutus yrityksen arvoon	58
4.3 Yhteenveto keskeisistä empiirisistä tuloksista	62
<b>5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET</b>	67
<b>LÄHDELUETTELO</b>	74
<b>LIITTEET</b>	
LIITE 1: Tutkimusaineiston yritysmaat	79

## KUVIOLUETTELO

<b>Kuvio 1.</b>	Yrityskauppojen lukumäärän ja arvon kehitys maailmanlaajuisesti 1985–2017	2
<b>Kuvio 2.</b>	Yrityskauppatyypit	12
<b>Kuvio 3.</b>	Keskimääräinen muutos toimialamukautettujen yritysten liiketoiminnan kassavirrassa	17
<b>Kuvio 4.</b>	Keskimääräiset yrityskaupan jälkeiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot pitkällä aikavälillä	30
<b>Kuvio 5.</b>	Tutkimushypoteesit	35
<b>Kuvio 6.</b>	OMX Helsinki -hintaindeksi vuosina 2008–2016	46
<b>Kuvio 7.</b>	Empiirisen tutkimuksen tulokset	65

## TAULUKKOLUETTELO

<b>Taulukko 1.</b>	Yrityskauppojen motiiviteoriat	15
<b>Taulukko 2.</b>	Tutkittujen yrityskauppojen ominaisuudet	40
<b>Taulukko 3.</b>	Yrityskaupan vaikutus taloudelliseen suorituskyykyyn	54
<b>Taulukko 4.</b>	Yrityskaupan vaikutus taloudelliseen suorituskyykyyn jaoteltuna yrityskaupan onnistumiseen vaikuttavien tekijöiden mukaan	56
<b>Taulukko 5.</b>	Verrokkiyritysten suorituskyykyyn muutos	57
<b>Taulukko 6.</b>	Yrityskaupan vaikutus suorituskyykyyn verrokkiyrityksiin verrattuna	58
<b>Taulukko 7.</b>	Yrityskaupan vaikutus yrityksen arvoon	59
<b>Taulukko 8.</b>	Yrityskaupan vaikutus ostavan yrityksen arvoon jaoteltuna yrityskaupan onnistumiseen vaikuttavien tekijöiden mukaan	61

# 1 JOHDANTO

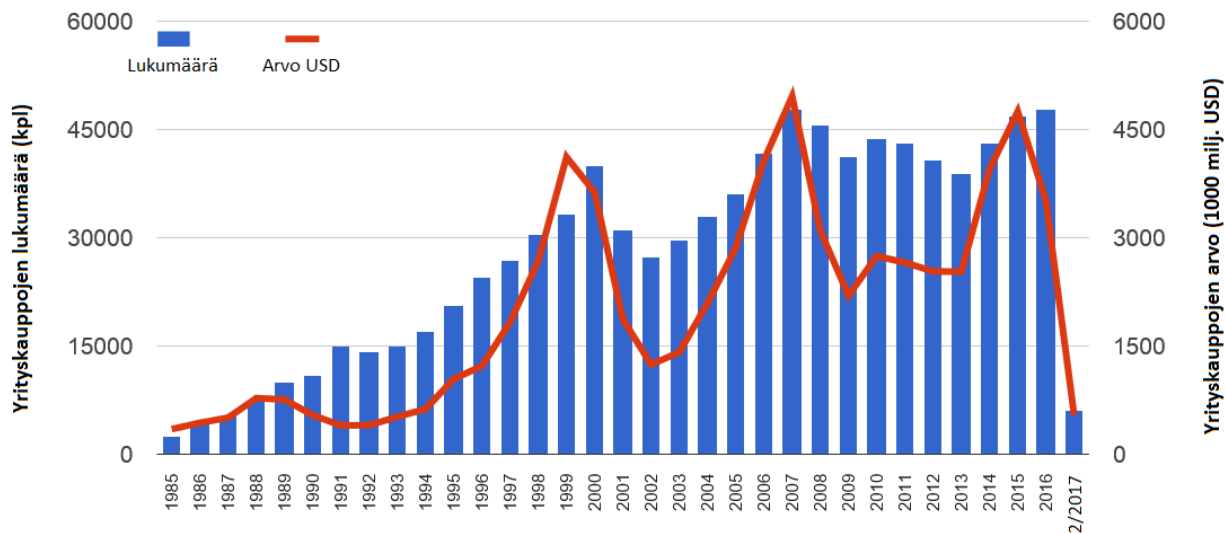
## 1.1 Tutkielman tausta

Yrityskauppojen merkitys osana yritysten liiketoimintastrategiaa on kansainvälisellä tasolla kasvanut huomattavasti. Yrityskaupat ovat yksiä liiketoiminnan merkittävimmistä investointipäätöksistä, sillä niiden vaikutukset voivat olla pitkäkestoisia ja ne voivat vaikuttaa laajasti sekä yrityksen operatiiviseen toimintaan että taloudelliseen menestykseen. (Fuller, Netter & Stegemoller 2002, 1763.) Viimeiset vuodet vallinnut taloudellinen epävarmuus niin maailmanmarkkinoilla kuin yksittäisten valtioidenkin sisällä on lisännyt yrityskauppojen merkitystä etenkin yritysten strategisena työkaluna. Pitkään jatkunut matalasuhdanne ja markkinoiden staattisuus on ajanut lukuisia yrityksiä tilanteeseen, jossa niiden on tehtävä merkittäviä strategisia muutoksia liiketoiminnan jatkumisen turvaamiseksi. (Gonzalo-Hevia, Ortiz-de-Urbina-Criado & Sacristán-Navarro 2012 teoksessa Perrault 2013, 39–41.)

Yrityskaupat luovat yrityksille lukuisia mahdollisuuksia kehittää ja kasvattaa liiketoimintaansa, minkä takia useat yritykset ovat nimenneet yrityskaupat tärkeimmäksi strategiseksi työkalukseksi kasvun ja menestyksen saavuttamiseksi (Andrade, Mitchell & Stafford 2001, 118). Tavallisimpana motiivina yrityskaupoille nähdään niiden avulla saavutettavan yrityksen nopean kasvun tai operationaalisten ja taloudellisten synergiaetujen tavoittelu. Kannattavuuden parantaminen kustannuksia alentamalla ja uusien asiakkaiden tavoittaminen voivat toimia riittävänä houkuttimena yritysjohton päätöksentekotilanteessa. Yrityskaupoilla voidaan pyrkiä myös vahvistamaan yrityksen kilpailuasemaa sen nykyisillä markkinoilla ja turvaamaan siten liiketoiminnan jatkuminen. (Gaughan 2015, 126, 135–136; Trautwein 1990, 284–285.)

Yrityskauppojen lukumäärä on noussut merkittävästi viime vuosikymmenien aikana maailmantalouden globalisaation seurauksena. Viimeisen kahden vuosikymmenen ajan yrityskauppojen lukumäärä on kasvanut aaltomaisesti taloudellisten taantumien mukaan. Aaltojen

harjat ovat ajoittuneet taloudellisia taantumia edeltäville jaksoille ja aaltojen pohjat taantumien jälkeiseen lama-aikaan. (Gaughan 2015, 3.) Kuviosta 1 nähdään, miten esimerkiksi 2000-luvun alun lama pysäytti niin sanotun viidennen yrityskauppa-aallon, jonka aikana yrityskauppojen lukumäärä nousi täysin ennätykselliselle tasolle. Viidennen aallon aikana yrityskaupat tulivat kansainväliseksi ilmiöksi ja ne yleistyivät Pohjois-Amerikan lisäksi myös Euroopassa ja osassa Aasiaa. 2000-luvun alun laman jälkeen yrityskauppojen lukumäärä nousi uusiin huippulukemiinsa ennen vuoden 2008 finanssikriisiä, jonka seurauksena yrityskauppa-aktiivisuus kääntyi taas laskuun. Yrityskauppojen lukumäärä sekä arvo ovat kuitenkin palanneet finanssikriisin jäljiltä jo lähes ennalleen. (Gaughan 2015, 3–4.) Yrityskauppojen lisääntyminen, sekä lukumäärällisesti että arvon mukaan, ja niiden merkityksen kasvu yrityksille selittää myös aiheen saamaa runsasta mielenkiintoa ja yrityskauppoja koskevien tutkimusten suurta lukumäärää.



**Kuvio 1.** Yrityskauppojen lukumäärän ja arvon kehitys maailmanlaajuisesti 1985–2017 (suomennos kuviosta Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances 2017)

Yrityskauppoja koskevassa kirjallisuudessa on kiinnitetty huomiota erityisesti yrityskaupan onnistumisen tutkimiseen ja mittaamiseen. Kiinnostuksen kohteena ovat olleet etenkin osakkeenomistajien näkökulmasta yrityskaupan tuotto-odotukset ja niiden toteutuminen. Aikai-

semmissä tutkimuksissa on havaittu yrityskauppojen luovan lyhyellä aikavälillä epänormaaleja tuottoja etenkin kohdeyrityksen osakkeenomistajille. (Barnes 1998, 283 ja Andrade ym. 2001, 103.) Yrityskaupassa ostavan yrityksen kokemia vaikutuksia on sen sijaan tutkittu vähemmän eikä epänormaaleista tuotoista ei ole aikaisempien tutkimusten perusteella saatu kohdeyritysten kaltaisia tuloksia (Fuller ym. 2002).

Suurin osa yrityskaupoista tehdyistä tutkimuksista on tehty yhdysvaltalaisia ja isobritannialaisia yrityksiä koskevalla aineistolla. Vasta viimeisen vuosikymmenen aikana aiheen tutkiminen on lisääntynyt myös Manner-Euroopassa sekä kasvavilla markkinoilla, kuten esimerkiksi Kiinassa. Suomalaiset yritykset ovat olleet yrityskaupoissa varsin aktiivisia ja Suomessa yrityskauppoja on muuhun Eurooppaan verrattuna tehty poikkeuksellisen paljon (Ali-Yrkkö 2002, 26). Tästä huolimatta yrityskauppojen vaikutuksia on Suomessa tutkittu toistaiseksi melko vähän.

Yrityskauppojen vaikutusten tutkiminen ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn ja arvoon on mielenkiintoinen aihe, sillä yksiselitteistä vastausta yrityskauppojen todellisista vaikutuksista ei ole vielä saavutettu. Aikaisempien tutkimusten tulokset ovat maailmanlaajuisesti olleet toistaiseksi ristiriitaisia ja myös eri tutkimusmenetelmien välisiä eroja on pyritty selvittämään. Suomalaisella aineistolla aihetta on tutkittu vasta murto-osa esimerkiksi Iso-Britanniaan verrattuna, minkä takia tutkimusaihe on erityisen mielenkiintoinen. Suomalaisen yritysten tekemien yrityskauppojen vaikutusten tutkimisen lisäksi on mielenkiintoista tutkia, millaisia tulokset ovat verrattuna muualla tehtyihin tutkimuksiin.

## **1.2 Tutkielman tavoite ja keskeiset rajaukset**

Tämän tutkielman tavoite on kaksiosainen. Ensimmäisenä tavoitteena on tutkia vuosina 2008–2015 suomalaisten pörssiyhtiöiden tekemien yrityskauppojen ja niihin liittyvän aineiston avulla, vaikuttavatko yrityskaupat ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn ja yrityksen arvoon. Toisena tavoitteena on tutkia, onko jollain aikaisemmissä tutkimuksissa ni-

metyillä yrityskaupan onnistumiseen vaikuttavilla tekijöillä vaikutusta tutkittujen suomalaisten pörssiyhtiöiden tekemien yrityskauppojen onnistumiseen. Tutkielman pääpaino on yrityskauppojen jälkeisissä tapahtumissa, mutta yrityskaupan onnistumiseen vaikuttavien tekijöiden kohdalla käsitellään myös yrityskauppaa edeltäviä tapahtumia ja niiden mahdollisia vaikutuksia yrityskauppoihin.

Tutkielman empiirisessä osassa testataan teoreettisessa osassa luotuja tutkimushypoteeseja tilastollisten mallien avulla. Tutkimushypoteesit pohjautuvat aikaisempiin yrityskauppoja koskeneiden tutkimusten tuloksiin (mm. Bhabra & Huang 2013; Conn, Cosh, Guest & Hughes 2005; Moeller ja Schlingemann 2005; King, Dalton, Daily & Covin 2003, Powell & Stark 2005). Ostavan yrityksen taloudellista suorituskykyä mitataan yrityksen tilinpäätöksen pohjalta luotujen tunnuslukujen avulla ja yrityksen arvoa osakkeiden arvomuutoksista aiheutuvien epänormaalien tuottojen avulla. Yrityskauppojen taloudelliseen onnistumiseen vaikuttavien tekijöiden tutkimiseksi aineisto on jaettu tutkielman empiirisessä osiossa yrityskaupan ominaisuuksien mukaan aikaisemmissa tutkimuksissa käytetyissä kolmessa kategorioissa kahteen eri ryhmään. Vertailemalla kategorioittain ryhmien välisiä eroja saadaan selville, onko yrityskauppojen ominaisuuksilla ollut vaikutusta niiden onnistumiseen myös tutkituissa suomalaisissa yrityskaupoissa.

Tässä tutkielmassa on keskitytty pääosin yritysostoihin sekä niitä koskevaan kirjallisuuteen. Tästä huolimatta jotkut tutkielman teoreettisessa osassa käsitellyt yrityskauppoja tutkivat tutkimukset pitävät sisällään myös fuusioita ja niihin liittyviä tietoja. Tutkielman empiiriseen osaan kerätty aineisto koostuu kuitenkin pelkästään yritysostoista ja niihin liittyvien yritysten taloudellisista tiedoista.

Tutkielman empiirinen tutkimusaineisto koostuu suomalaisten pörssiyhtiöiden vuosien 2008–2015 aikana tekemistä yrityskaupoista. Tutkimuksen ulkopuolelle on siten rajattu kaikki yksityisessä omistuksessa olevien yritysten tekemät yrityskaupat, koska pörssiyhtiöiden tilinpäätösaineistot ovat julkisia ja niiden tutkiminen on siten mielekkäämpää. Tutkimuksesta on rajattu ulos myös sellaiset yrityskaupat, joiden jälkeen tutkitulla ajanjaksolla, eli kahden vuoden sisään, on tehty muita yrityskauppoja. Yksittäisen yrityskaupan vaikutusten



tutkimiseksi ei tutkitulla ajanjaksolla saa olla tehtynä muita yrityskauppoja. Edellä mainittujen rajausten lisäksi tutkimukseen on valittu vain ne yrityskaupat, joissa on ostettu kerralla 100 prosenttia kohdeyrityksen osakkeista, sillä sellaisten yrityskauppojen vaikutusten voidaan olettaa olevan kaikista voimakkaimpia. Tehtyjä rajoituksia on käsitelty tarkemmin vielä tutkielman empiirisessä osiossa luvussa 3.1.

### 1.3 Tutkimusmetodologia

Tämä tutkielma pohjautuu niin teoreettisen viitekehyksen laadinnan kuin empiirisessä tutkimuksessa testattavien tutkimushypoteesien luomisenkin osalta vahvasti aikaisempiin tutkimuksiin. Yrityskauppoja koskevat aikaisemmat tutkimukset ovat pääsääntöisesti tilastotieteen metodeja hyödyntäviä ja pyrkivät etsimään merkitsevyyksiä tutkittujen muuttujien välille (mm. Healy, Palepu & Rubak 1992, Ghosh 2001 ja Tuch & O’Sullivan 2007). Empiirisissä tutkimuksissa käytetyt tutkimusmenetelmät voidaan jakaa kolmeen eri kategoriaan, joita ovat: kvalitatiivinen eli laadullinen tutkimus, kvantitatiivinen eli tilastollinen tutkimus sekä monimenetelmä- eli *mixed methods* -tutkimus. (Creswell 2014, 3.) Tämän tutkielman empiirinen tutkimus toteutetaan kvantitatiivisena tutkimuksena.

Kvantitatiivisen tutkimusmenetelmän johdosta tämä tutkimus on tieteenfilosofiselta näkökulmaltaan positivistinen. Neilimon ja Näsin (1980) mukaan positivistinen tieteenfilosofian ydinkäsitteitä ovat muun muassa objektiivisuus, selittäminen ja kausaalisuus. Positivistisessa tutkimuksessa todellisuus nähdään konkreettisena rakenteena, jossa nojaututaan tilastolliseen tutkimukseen ja tilastollisen merkitsevyyden tulkintaan. (Morgan & Smircich 1980 ja Tomkins & Groves 1983 teoksessa Hoque 2006, 1).

Neilimon ja Näsin (1980) jaon mukaan liiketaloustieteen tutkimuksissa käytetään pääsääntöisesti viittä eri tutkimusotetta, joita ovat: käsiteanalyttinen, nomoteettinen, päätöksentekometodologinen, toimita-analyttinen sekä konstruktiivinen tutkimusote. Tämä tutkielma on tutkimusotteeltaan nomoteettinen ja noudattaa vahvasti hypoteettis-deduktiivista rakennetta. Neilimon ja Näsin (1980) mukaan nomoteettisen tutkimusotteen tehtäväksi kuvataan

yleisesti säännönmukaisuuksien ja yleistettävyyksien etsiminen. Nomoteettisissa tutkimuksissa empiirisen osuuden merkitys korostuu ja sillä pyritään selittämään syy- ja seuraussuhteita tutkittujen muuttujien välillä. Tässä tutkielmassa nomoteettisuus näkyy tavoitteessa selittää yrityskauppojen sekä taloudellisen suorituskyvyn ja yrityksen arvon välisiä yhteyksiä. Kihnin ja Näsin (2017) mukaan nomoteettiseen tutkimusotteen käyttö on lisääntynyt liiketaloustieteen tutkimuskentällä. Hypoteettis-deduktiivisellä rakenteella puolestaan tarkoitetaan sitä, että olemassa olevan teorian ja tiedon pohjalta muodostetaan tutkimushypoteesit, joita testataan myöhemmin tutkielman empiirisessä osiossa. Hypoteettis-deduktiiviselle rakenteelle on myös tyypillistä se, että lopuksi tehdään vertailua ja vastakkainasettelua hypoteesien, aikaisempien tutkimuksien sekä empiirisen osion tulosten välillä (Neilimo & Näsi 1980, 67–68).

## 1.4 Keskeiset käsitteet

### *Yrityskauppa*

Yrityskaupalla tarkoitetaan tässä tutkielmassa kilpailulain 21 §:n mukaista yrityksen liiketoiminnan, jossa ostava yritys ostaa kohdeyrityksen liiketoiminnan tai osan siitä tai hankkii kirjanpitolain 1:5:ssä tarkoitetun määräysvallan tai tosiasiallisen määräysvallan kohdeyrityksestä. Yrityskauppoja ovat myös tilanteet, joissa vähintään kaksi yhtiötä sulautuu yhdeksi yhtiöksi tai perustaa yhteisyrityksen. (Finlex 2017.) Lähtökohtaisesti termi yrityskauppa sisältää sekä yritysostot että fuusiot. Yrityskauppoja ja niiden eri muotoja on käsitelty tarkemmin tutkielman teoreettisessa osiossa, luvussa 2.1.

### *Ostava yritys ja kohdeyritys*

Tässä tutkielmassa ostavalla yrityksellä tarkoitetaan yhtiötä, joka toimii kilpailulain 21 §:n mukaisessa yrityskaupassa liiketoiminnan tai sen osan ostajana tai KPL 1:5:ssä tarkoitetun

määräysvallan tai tosiasiallisen määräysvallan hankkijana. Kohdeyrityksellä puolestaan tarkoitetaan kilpailulain 21 §:n mukaisessa yrityskaupassa kauppakohteena olevaa yritystä, jonka liiketoiminnan tai sen osan tai KPL 1:5:ssä tarkoitetun määräysvallan tai tosiasiallisen määräysvallan ostava yritys hankkii. (Finlex 2017.) Tässä tutkielmassa ostavalla yrityksellä ja kohdeyrityksellä ei tarkoiteta sulautuvien tai yhteisyritystä perustavien yhtiöiden osapuo-  
lia.

### *Yrityksen taloudellinen suorituskyyky*

Yrityksen taloudellisella suorituskyyvylä kuvataan tässä tutkielmassa Healyn ym. (1992) mukaisesti yrityksen taloudellista tilannetta. Taloudellista suorituskyykyä mitataan tilinpäätöksen pohjalta luotujen taloudellisten tunnuslukujen avulla. Tunnusluvut luodaan yrityksen tilinpäätöksen pohjalta, tavallisesti tuloslaskelman ja taseen luvuista ja niiden avulla voidaan mitata yrityksen taloudellista suorituskyykyä useasta näkökulmasta. Tyypillisesti yrityksen suorituskyykyä tarkastelevia näkökulmia ovat kannattavuus, vakavaraisuus, maksuvalmius ja kasvu. Jokaiseen edellä mainituista näkökulmista on olemassa useita eri tunnuslukuja, joiden avulla voidaan saada kattava kuva yrityksen taloudellisesta asemasta. Tutkielman empiiriosassa osassa käytetyt tunnusluvut ovat oman pääoman tuottoaste (ROE, *Return on Equity*), tulos ennen rahoituseriä, veroja, poistoja ja arvonalentumisia (EBITDA, *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) sekä maksuvalmiutta kuvaava *current ratio*.

### *Epänormaalit tuotot*

Epänormaaleilla tuotoilla tarkoitetaan tässä tutkielmassa osakkeen hinnan eli osakekurssin muutoksista syntyviä, markkinoiden yleisestä kehityksestä poikkeavia, osakkeenomistajien varallisuusmuutoksia (Borges & Gairifo 2013, 3724–3725). Epänormaalit tuotot voivat olla joko positiivisia tai negatiivisia riippuen siitä, kumpaan suuntaan osakekurssit muuttuvat markkinoihin verrattuna. Osakkeiden hinnan noustessa markkinoiden yleistä kehitystä enem-

män syntyy osakkeenomistajille positiivisia epänormaaleja tuottoja. Osakkeen hinnan puolestaan laskiessa markkinoiden yleistä hintakehitystä enemmän syntyy negatiivisia epänormaaleja tuottoja.

## 1.5 Tutkielman rakenne

Tutkielma koostuu johdannon jälkeen kahdesta osiosta: tutkielman teoreettisesta osiosta sekä tutkielman empiirisestä osiosta. Lukijan tutustuttamiseksi yrityskauppoihin yleisesti, esitellään tutkielman teoreettisen osion ensimmäisessä osassa, luvussa kaksi, yrityskauppojen muotoja sekä yleisimpiä motiiveja yrityskauppojen takana. Luvun tarkoituksena on saada lukijalle selvyys siitä, minkälaisia yrityksiä yleensä ostetaan ja mitä yrityskaupoilla oikein ajetaan takaa.

Toisen luvun toisessa alaluvussa perehdytään tarkemmin yrityskauppojen taloudellisen onnistumisen edellytyksiin ja pohditaan, millaisen pohjan jotkut yrityskauppojen muodot luovat yrityskaupan onnistumiselle aikaisempien tutkimuksien perusteella. Luvussa esitellään aikaisemmissa tutkimuksissa tutkittuja ja havaittuja tekijöitä, joiden on todettu vaikuttavan yrityskauppojen taloudelliseen onnistumiseen.

Teoreettisen osion lopuksi, toisen luvun kolmannessa alaluvussa, perehdytään tarkemmin yrityskauppojen vaikutuksiin ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn ja arvoon. Näitä vaikutuksia tarkastellaan aikaisempia tutkimuksia hyväksikäyttäen. Taloudellisen suorituskyykyyn muutoksia tutkitaan tunnuslukujen avulla ja arvon muutosta osakkeiden epänormaalien tuottojen avulla. Neljännen luvun tarkoituksena on antaa lukijalle konkreettinen käsitys yrityskauppojen tuomista vaikutuksista ostavan yrityksen toimintaan.

Tutkielman teoreettisen osion jälkeen siirrytään tutkielman empiiriseen osioon, joka muodostuu luvuista kolme ja neljä. Kolmannessa luvussa esitellään tutkielmassa käytetyt tutkimusmenetelmät sekä käytetty tutkimusaineisto ja siihen tehdyt rajaukset. Tutkimusaineiston osalta esitellään muun muassa käytetyt tunnusluvut. Luvun tarkoituksena on lisätä lukijan

ymmärrystä empiirisen tutkimuksen toteutuksesta sekä tutkimusaineiston ja -menetelmien keskeisistä asioista. Empiirisen osion toisessa luvussa, luvussa neljä, esitellään tutkielman keskeiset empiirisen tulokset.

Empiirisen osion jälkeen, luvussa viisi, tehdään yhteenveto empiirisen tutkimuksen tuloksista sekä esitellään niiden pohjalta tehdyt johtopäätökset. Luvussa käsitellään myös tutkimusta koskeneita rajoitteita sekä tuodaan esiin mahdollisia jatkotutkimusaiheita.

## **2 TUTKIELMAN TEOREETTINEN OSIO**

Tutkielman teoreettisessa osio jakautuu kolmeen osaan. Ensiksi määritellään yrityskaupat ja esitellään eri yrityskauppojen muodot sekä yleisimmät yrityskauppoihin johtavat motiivit. Sen jälkeen perehdytään aiheesta aikaisempien tehtyjen tutkimusten perusteella yrityskauppojen taloudelliseen onnistumiseen vaikuttaviin tekijöihin. Kolmannessa osiossa tutustutaan tarkemmin aikaisempien tutkimusten perusteella yrityskauppojen vaikutuksiin ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn ja arvoon.

Tutkielman teoreettisen osion toisen ja kolmannen osan aikana esitellään tutkielman empiirisessä osiossa testattavat tutkimushypoteesit, jotka on johdettu aikaisempien tutkimusten pohjalta. Tutkimushypoteeseista kolme ensimmäistä liittyy yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen vaikuttaviin tekijöihin ja kaksi viimeistä yrityskauppojen vaikutuksiin ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn ja arvoon. Tutkielman teoreettisen osion lopussa on yhteenvedot, jossa kootaan yhteen aikaisemmissa tutkimuksissa ja muussa kirjallisuudessa tärkeimmät esille nousseet seikat sekä esitellään kootusti tutkimushypoteesit.

### **2.1 Yrityskaupat**

Kuten johdannossa todettiin, yrityskaupat on viimeisten vuosikymmenien aikana maailmantaloudessa voimakkaasti yleistynyt ilmiö. Useat yritykset ovatkin nimenneet yrityskaupat tärkeimmäksi strategiseksi työkalukseensa kasvun ja menestyksen saavuttamiseksi (Andrade ym. 2001, 118). On kuitenkin syytä ymmärtää, että yrityskauppoja on erilaisia ja niillä takaa-ajetut tavoitteet voivat poiketa suurestikin toisistaan. Tässä luvussa esitellään yrityskauppojen eri muodot sekä mahdollisia motiiveja ja tavoitteita yrityskauppojen takana.

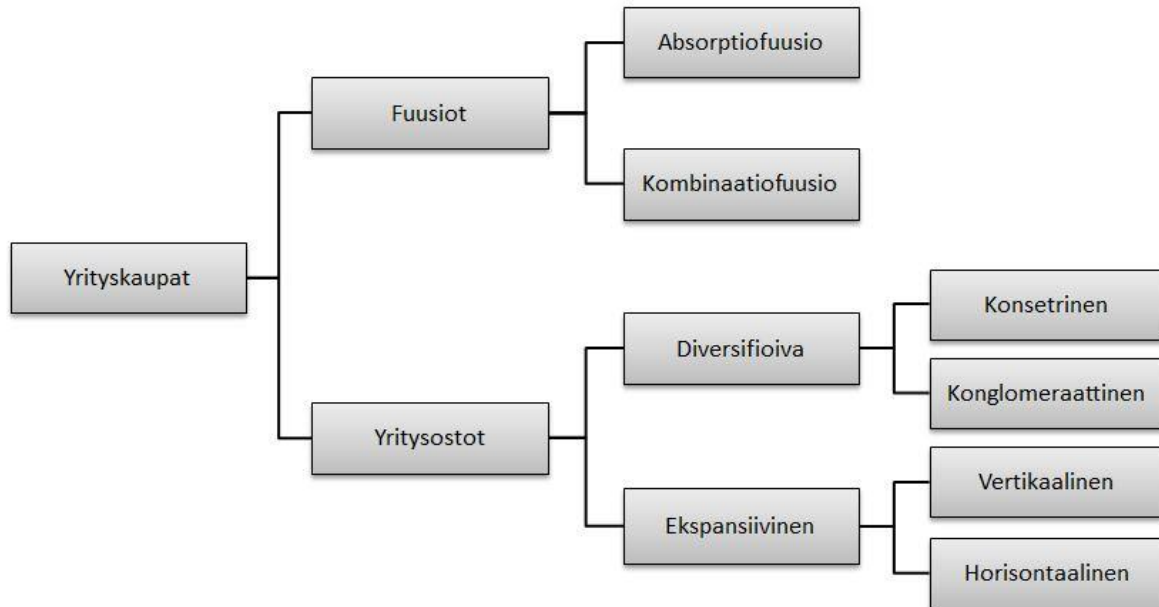
### 2.1.1 Yrityskauppojen muodot

Kilpailulaissa yrityskaupalla tarkoitetaan ”KPL 1 luvun 5 §:ssä tarkoitetun määräysvallan tai vastaavan tosiasiallisen määräysvallan hankkimista, elinkeinoharjoittajan koko liiketoiminnan tai sen osan hankkimista, sulautumista tai sellaisen yhteisyrityksen perustamista, joka huolehtii pysyvästi kaikista itsenäiselle yritykselle kuuluvista tehtävistä” (Finlex 2017). Toisin sanoen yrityskaupassa kohdeyrityksen liikeomaisuus, sen osuudet tai osakkeet ostetaan. Yrityskaupat jaotellaan yritysostoihin ja fuusioihin. Englannin kielellä yritysostoja kutsutaan termillä *acquisition* ja fuusioita termillä *merger*. Yritysostolla tarkoitetaan kauppaa, jossa ostava yritys ostaa toisen yrityksen liiketoiminnan osittain tai kokonaan. Fuusio sen sijaan tarkoittaa tilannetta, jossa vähintään kaksi yritystä yhdistyy yhdeksi erilliseksi ja suuremmaksi kokonaisuudeksi. (Immonen 2000, 481.)

Tenhunen ja Werner (2000) jakavat yritysostot ekspansiivisiin ja diversifioiviin yritysostoihin. Ekspansiivisissa yritysostoissa tavoitteena on laajentaa ja kasvattaa liiketoimintaa oman toimialan sisällä. Ekspansiiviset yritysostot voidaan jakaa vielä horisontaalisiin ja vertikaalisiin yrityskauppoihin. Horisontaalisissa yrityskaupoissa yritykset toimivat samalla toimialalla ja ovat keskenään samassa kohdassa jakeluketjua. Näiden kauppojen tavoitteena on oman markkinaosuuden kasvattaminen ja kilpailuaseman vahvistaminen. Juuri horisontaalisten yrityskauppojen uskotaankin parantavan yrityksen suorituskykyä parhaiten (Buckley, Elia & Kafouros 2014, 617). Vertikaalisissa yrityskaupoissa sen sijaan yritykset ovat samalla toimialalla, mutta toimivat tuotantoportaikon eri tasolla. Tällaisissa yrityskaupoissa tavoitteena on yrityksen oman toimitusketjun toiminnan turvaaminen.

Diversifioivat yrityskaupat jaetaan konsentrisiin ja konglomeraattisiin yrityskauppoihin. Näiden tavoitteena on uusille toimialoille laajentuminen tulevaisuuden kasvun ja kannattavuuden turvaamiseksi. Konsentrisissa yrityskaupoissa on tavallista, että yrityksillä on joko samankaltaiset markkinat ja markkinointi-/jakelukanavat, samankaltainen teknologia tai tutkimus- ja kehitystoiminta. Voidaankin sanoa, että konsentristen yrityskauppojen tavoitteena on laajentaa omaa toiminta-aluetta yritysten välisiä yhtäläisyyksiä hyödyntäen. Konglome-

raattisessa yrityskaupassa kaupan osapuolilla ei puolestaan ole toiminnallista samankaltaisuutta. Tällöin ostava yritys laajentaa toimintaansa uusilla tuotteilla uusille asiakasryhmille. (Tenhunen & Werner 2000, 13; Virtanen 1979, 87–90.)



**Kuvio 2.** Yrityskauppatyypit (mukaillen Tenhunen & Werner 2000)

Fuusiossa yhdistetään kaksi eri yritystä tai yrityksen osaa toisiinsa niin, että syntyy kokonaan uusi yritys ilman varsinaista yritysostoa (Gaughan 2015, 12). Fuusiot voidaan jakaa absorptio- ja kombinaatiofuusioihin. Absorptiofuusiossa yksi tai useampi yritys sulautuu varat ja velat mukanaan vastaanottavaan yritykseen. Kombinaatiofuusiossa sen sijaan vähintään kahdesta erillisestä yrityksestä muodostuu kokonaan uusi yritys, jolle varat ja velat siirtyvät. (Siikarla 2006, 270.)

### 2.1.2 Yrityskauppojen motiivit

Yrityskauppojen tekemiseen on aina joku syy tai toimintaa ohjaava motiivi. Useimmiten yrityskaupoilla pyritään saavuttamaan yrityksen liiketoiminnallista tai taloudellista etua. Han-



nan (2005) tutkimuksessa perimmäiseksi syyksi yrityskaupoille havaittiin kasvun ja erilais-  
tumisen tavoittelu. Yrityskauppojen avulla pyritään tehostamaan yrityksen toimintaa tavoit-  
tamalla uusia asiakkaita ja laajentamalla uusille markkinoille. Gaughanin (2015) mukaan yri-  
tyskaupoille kaksi yleisintä syytä ovat kasvun tai synergiaetujen tavoittelu. Kasvua tavoitte-  
levat yritykset voivat kasvattaa liiketoimintaansa joko kehittämällä omaa yritystä sisäisin  
keinoin, eli kehittämällä yrityksen brändiä ja kasvattamalla liiketoimintaa pala kerrallaan, tai  
yrityskappojen avulla. Yrityksen sisäisen kasvun saavuttaminen voi olla hidasta ja epävar-  
maa, sillä mikään ei takaa yrityksen kilpailutilanteen tai muun vaikuttavan tekijän muuttuvan  
haluttuun suuntaan, etenkin halutussa aikataulussa. Etenkin voimakkaasti kilpailuilla aloilla  
merkittävien kilpailuetujen saavuttaminen voi vaatia nopeita liikkeitä niin yrityksen toimin-  
nan kehittämisen kuin myös kasvun osalta. Hidas sisäinen kasvu ei tällöin välttämättä tuo  
toivottua tulosta, sillä tilaisuuden tullen kilpailijat voivat toimia nopeasti ja saavuttaa merkit-  
tävää kilpailuetua markkinoilla. Etenkin tällaisissa tilanteissa yrityskaupat tarjoavat erin-  
omaisen mahdollisuuden kasvattaa liiketoimintaa ja saavuttaa merkittäviä kilpailullisia etuja  
markkinoilla. (Gaughan 2015, 125–135.)

Toinen Gaughanin (2015) mainitsema motiivi yrityskaupoille on niiden avulla saavutetut sy-  
nergiaedut. Synergiaetuja kuvataan usein ajatuksella, jonka mukaan kaksi yritystä on yhdis-  
tyttyään enemmän kuin noiden kahden yrityksen erillinen summa:  $2 + 2 = 5$  (King ym. 2003:  
188). Synergiaedut voidaan jakaa operatiivisiin ja taloudellisiin synergiaetuihin. Operatiivi-  
sia synergiaetuja ovat yleensä tuottojen lisääntyminen sekä kustannusten alentuminen ja niitä  
tavoitellaan etenkin horisontaalisilla ja vertikaalisilla yrityskaupoilla. Tuottojen lisääntymi-  
seen voi olla useita syitä. Ensinnäkin yrityskauppa voi parantaa yrityksen kykyä hinnoitella  
tuotteitaan vapaammin. Vapaamman hinnoittelun tilanne tulee kyseeseen kuitenkin ainoas-  
taan niissä tilanteissa, joissa yrityskauppa kohdistuu samalla toimialalla toimivaan kilpaile-  
vaan yritykseen. Mitä vähemmän markkinoilla on kilpailua, sitä suurempi vaikutus yksittäis-  
ellä yrityskaupalla voi olla hinnoittelukykyyn. On kuitenkin hyvä muistaa, että hinnoittelua  
säädelään lukuisilla, muun muassa monopoleja ja kartelleja koskevilla säädöksillä.  
(Gaughan 2015, 136–145.)

Operatiivisten synergiaetujen toinen tuottoja lisäävä muoto voidaan saavuttaa yhdistämällä kohdeyritysten hyväksi havaittuja toimintamalleja osaksi ostavan yrityksen liiketoimintaa. Toimintamallit voivat olla valmiita kokonaisuuksia, joiden implementoinnilla joko korvataan aikaisempi samankaltainen toimintamalli tai otetaan käyttöön täysin uusi tapa toimia. Kolmas operatiivisen synergiaedun muoto, jolla voidaan saavuttaa tuottojen lisääntymistä, on uusille mahdollisesti nopeammin kehittyville markkinoille laajentuminen. Kuten edellisessä kappaleessa kävi ilmi, voi yrityskauppojen avulla laajentaa toimintaansa täysin uusille markkinoille uusien asiakkaiden tavoitettavaksi. Operatiivisia synergiaetuja voidaan saavuttaa myös kustannuksia alentamalla. Kustannuksia alentavia synergiaetuja pidetäänkin merkittävimpinä operatiivisten synergiaetujen muotona. Kustannuksia alentavia synergiaetuja voidaan saavuttaa muun muassa kasvaneen tuotantokapasiteetin avulla, mikä vaikuttaa tuotteiden yksikkökustannuksiin. Toinen kustannuksia alentavan synergiaedun muoto voi olla yrityskaupan yhteydessä saadun patentin omistus tai työvoiman ammattitaito. (Gaughan 2015, 136–145.)

Operatiivisten synergiaetujen lisäksi yrityskaupalla voidaan saavuttaa niin sanottuja taloudellisia synergiaetuja. Taloudellisiin synergiaetuihin kuuluu muun muassa pääoman kustannusten alentuminen. Esimerkiksi pankit voivat antaa lainaa aiempaa edullisemmin ja paremmilla ehdoilla, kun lainaa hakeva yritys voidaan yrityskaupan jälkeen nähdä vähemmän riskialttiina kilpailutilanteen ja markkinoiden muutoksille. Taloudellisia synergiaetuja voidaan saavuttaa myös silloin, kun yrityskaupan toisella osapuolella on paljon likvidiä omaisuutta, mutta ei tuottavia projekteja, joihin sijoittaa rahaa ja toisella osapuolella on puolestaan tuottoisia projekteja, mutta ei riittävää varallisuutta niiden pyörittämiseen omavaraisesti. Yrityskaupan yhteydessä varakkaampi pääsee osalliseksi tuottaviin projekteihin eikä niihin tarvitse enää hakea kallista ulkopuolista rahoitusta. (Gaughan 2015, 146–147.)

Trautwein (1990) puolestaan jakaa yrityskauppojen motiivit seitsemään eri teoriaan, jotka on koottu taulukkoon 1. Motiiviteorioista tärkeimpänä pidetään tehokkuusteoriaa (*efficiency theory*), jonka mukaan yrityskauppoja tehdään jo edellä esiteltyjen operatiivisten ja taloudellisten synergiaetujen saavuttamiseksi. Toinen teoria on monopoliteoria (*monopoly theory*),

jonka pääajatuksena on se, että yrityskauppoja toteutetaan suuremman markkinavoiman saavuttamiseksi. Markkinoiden johtavaan asemaan pääseminen parantaa yrityksen kilpailukykyä ja voi siten kasvattaa kannattavuutta. Kolmantena on arvostusteoria (*valuation theory*), jossa ostava yritys kokee ostavansa kohdeyrityksen sen todellista markkinahintaa halvemmalla. Teoria lähtee liikkeelle ajatuksesta, että ostavan yrityksen johdolla on markkinoita parempaa informaatiota kohdeyrityksen arvosta.

**Taulukko 1.** Yrityskauppojen motiiviteoriat (suomennos teoksesta Trautwein 1990)

Yrityskauppa rationaalisenä valintana	Yrityskauppa hyödyttää ostajan osakkeenomistajia	Tuotot synergiaeduista	<b>Tehokkuusteoria</b>
		Tuotot asiakkailta	<b>Monopoliteoria</b>
		Tuotot kohdeyrityksen osakkeenomistajilta	<b>Valtausteoria</b>
		Tuotot yksityisen informaation avulla	<b>Arvostusteoria</b>
	Yrityskauppa hyödyttää johtajia omistajien kustannuksella		<b>Imperiumin rakennusteoria</b>
Yrityskauppa strategisen päätösprosessin tuotoksena			<b>Prosessiteoria</b>
Yrityskauppa makroekonomisen ilmiön seurauksena			<b>Häiriöteoria</b>

Neljäs teoria Trautwein (1990) motiiviteoriajaossa on imperiumin rakennusteoria (*empire-building theory*), jonka mukaan yrityskauppoja suunnittelevat ja suorittavat johtajat ajattelevat omaa etuaan osakkeenomistajien arvon sijaan. Yritysjohdossa voi pyrkiä kasvattamaan valta-asemaansa jopa yrityksen kannattavuuden kustannuksella. Viidentenä on prosessiteoria (*process theory*), joka toimiessaan tuo yrityksille uusia toimintatapoja ja käytäntöjä vanhojen syvälle yritykseen juurtuneiden toimintojen tilalle. Tavoitteena on tehostaa työtä uusien ratkaisujen avulla. Kuudes teoria on valtausteoria (*raider theory*), jossa yritys ostaa toisen yrityksen osake-enemmistön ja pyrkii tekemään tuottoa joko yrityksen omaisuudella tai myyden osakkeet pian eteenpäin suuremmalla hinnalla. Valtausteorian mukaan tarkoituksena ei ole kehittää tai operationaalisesti hyödyntää ostettavan yrityksen liiketoimintaa vaan ainoastaan hyötyä taloudellisesti osakekaupalla ja yrityksen muilla varoilla. Seitsemäs ja viimeinen teo-

ria yrityskauppojen motiiveille on häiriöteoria (*disturbance theory*), jonka mukaan yrityskaupparyppäitä syntyy makrotaloudellisten häiriötekijöiden ja ilmiöiden johdosta. Häiriöteorian mukaan syntyneet yrityskaupat eivät siis ole yrityksen johdon tai muiden sidosryhmien intressien aikaansaamia, vaan ne ovat pohjimmiltaan seurausta kansantalouden tai koko maailmantalouden eri häiriötiloista.

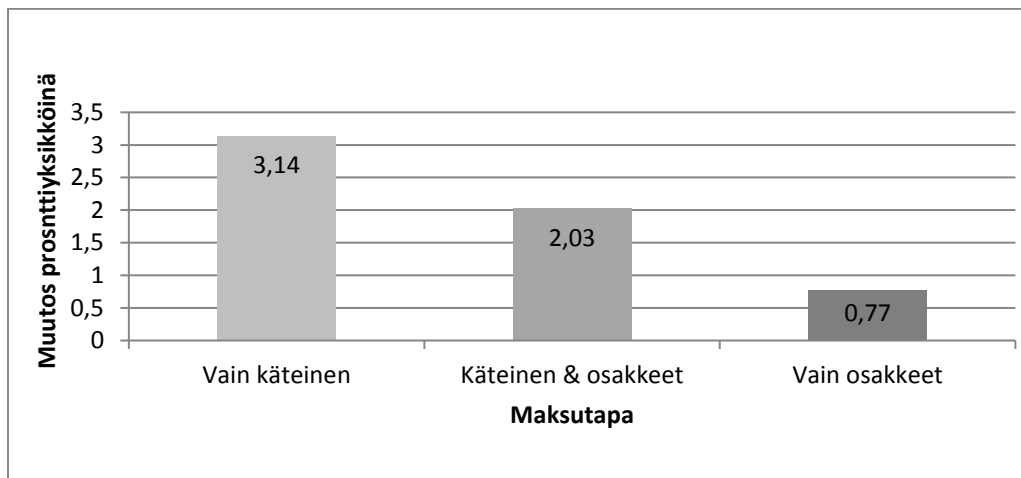
Yrityskauppoihin johtavia motiiveja voi siis olla monenlaisia. Useimmiten yrityskauppaan johtaa kuitenkin yritysjohtajan näkemys yrityskaupan tuomasta mahdollisuudesta laajentaa, kasvattaa ja kehittää yrityksen liiketoimintaa. Kasvu ja kehitys voidaan saavuttaa parantamalla omaa kilpailuasemaa yrityksen omalla toimialalla, esimerkiksi ostamalla kilpailevan yrityksen toiminta ja sen asiakaskunta, tai laajentamalla liiketoimintaa kokonaan uusille toimialoille uusien asiakkaiden ja kasvumahdollisuuksien toivossa. Joka tapauksessa yrityskaupat nähdään monipuolisena ja lukuisia mahdollisuuksia tuovana keinona yrityksen toiminnan kehittämisessä.

## **2.2 Yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen vaikuttavia tekijöitä**

Yrityskauppojen taloudelliseen onnistumiseen vaikuttavat itse kauppakohteen lisäksi monet muut tekijät. Aikaisemmissa tutkimuksissa näiden tekijöiden vaikutuksia on analysoitu suhteellisen paljon muun tutkimuksen ohella. Tällaisia yrityskaupan onnistumiseen vaikuttavia tekijöitä ovat muun muassa yrityskaupan maksutapa, kaupan kansainvälisyys, omistusrakenne, yrityksen koko ja toimialasidonnaisuus. (Agrawal, Jaffe & Mandelker 1992; Bhabra & Huang 2013; Black, Carnes, Jandik & Henderson 2007; Conn ym. 2005; Ghosh 2001; King ym. 2003; Powell & Stark 2005.) Tässä luvussa kerrotaan, miten edellä mainitut tekijät vaikuttavat yrityskaupan onnistumiseen, ja mitä syitä vaikutuksiin voi olla. Tutkielman empiirisessä osiossa yrityskaupan onnistumiseen vaikuttavista tekijöistä on mukana yrityksen koko, toimialasidonnaisuus ja kaupan kansainvälisyys. Seuraavissa alaluvuissa on kuitenkin käsitelty muitakin yrityskaupan onnistumiseen vaikuttavia tekijöitä, koska on tärkeää tiedostaa, että yrityskaupan onnistuminen on usean tekijän summa.

### 2.2.1 Maksutapa

Yrityskauppoja maksetaan pääsääntöisesti kahdella tavalla: joko käteisellä tai osakkeilla niin sanotulla stock-to-stock -periaatteella. Käteiskaupassa koko kauppahinta siirretään sovitussa valuutassa ostettavan yhtiön omistajille. Osakkeilla maksettaessa puolestaan ostettavan yhtiön omistajat saavat omistukseensa ostavan yrityksen osakkeita. Maksutapana voidaan käyttää myös kahden edellä mainitun yhdistelmää, jossa osa kaupasta maksetaan käteisellä ja osa osakkeilla.



**Kuvio 3.** Keskimääräinen muutos toimialamukautettujen yritysten liiketoiminnan kassavirrassa (suomennos teoksesta Linn & Switzer 2001)

Myers ja Majluf (1984) väittävät, että ostava yritys käyttää osakkeita maksuvälineenä, jos sen hallitus uskoo oman osakkeensa olevan yliarvostettu. Koska kohdeyrityksen osakkaat tiedostavat tämän, eivät he suostu ottamaan tällaista tarjousta vastaan. Fishman (1989) sekä Eckbo, Giammarino ja Heinkel (1990) vievät tätä ajatusta pidemmälle esittäen, että markkinoilla yliarvostetut yritykset tekevät tarjouksia yrityskaupoista käteisellä tai ainakin lisäävät käteisen osuutta kaupassa. Jos ostaja on kuitenkin epävarma kauppakohteen oikeasta arvosta, maksaa se mieluummin osakkeilla, sillä kauppakohde hyväksyisi käteiskaupassa ainoastaan omaa arvoaan suuremman tarjouksen. Tällöin ostaja puolestaan joutuisi maksamaan liikaa yrityskaupassa. Sudarsanam ja Mahate (2003) toteavatkin, että epätäydellisen informaation vallitessa ostajat maksavat yrityskaupan mieluummin osakkeillaan, jolloin kaupan lopullinen

hinta määräytyy vasta tulevaisuudessa syntyvien, yritysten yhdistymisen jälkeisten tuottojen mukaan.

Aikaisemmissa tutkimuksissa vallitsevan yleisen käsityksen mukaan käteismaksulla suoritettut yrityskaupat ovat lähitulevaisuudessa osakkeenomistajille tuottoisampia markkinoiden nähdessä käteiskaupan positiivisena signaalina tulevaisuuden tuotto-odotuksesta (mm. Conn ym. 2005; Linn & Switzer 2001). Yrityskaupan maksutapa voidaan siten nähdä myös informaation täyteenä signaalina koko markkinoille. Linn ja Switzer (2001) tutkivat yrityskaupan maksutavan valinnan vaikutusta yrityksen liiketoiminnan kassavirtaan. Kuviosta 3 nähdään keskimääräinen eri maksutavoilla tapahtunut muutos toimialamukautettujen yritysten liiketoiminnan kassavirrassa. Tulokset on saatu 413 yrityskaupan aineistolla, jossa ei ole otettu huomioon muita mahdollisia yrityskaupan onnistumiseen vaikuttavia muuttujia, kuten yrityksen kokoa ja toimialasidonnaisuutta. Tutkimuksessa verrattiin yrityskauppaa edeltäviä lukuja yrityskaupan jälkeisiin vastaaviin lukuihin. Käteisellä maksettujen yrityskauppojen havaittiin tuottavan positiivisimman muutoksen liiketoiminnan kassavirtaan. (Linn & Switzer 2001, 1114–1115.)

### **2.2.2 Yrityskaupan kansainvälisyys**

Conn ym. (2005) mukaan monet kansainvälisen kaupan teoriat lähtevät liikkeelle ajatuksesta, jonka mukaan ulkomaisista yrityskaupoista voidaan odottaa suurempia tuottoja kuin kotimaisista yrityskaupoista. Yritysjohto voi nähdä, että on tuottoisampaa laajentaa uusille markkinoille kuin jatkaa viimeisten kasvumahdollisuuksien hyödyntämistä kotimaassa. Useat tutkimukset osoittavat kuitenkin täysin päinvastaisia tuloksia. Conn ym. (2005) löytävät kaksi pääasiallista syytä kansainvälisten kauppojen heikkouteen. Ensinnäkin ulkomaisten kauppakohteiden arvon oikea arviointi on epätäydellisen informaation johdosta vaikeaa. Tämä aiheuttaa virheitä yrityskaupan hinnoittelussa, mikä saattaa heikentää tulevaisuuden tuottoja. Toinen merkittävä peruste teorioiden kumoamiselle on kulttuurilliset erot yritysten välillä.

Nämä erot tekevät muutosprosesseista aikaa vieviä ja kalliita, mistä johtuen muutoksen johtaminen ei Conn ym. (2005) mukaan onnistukaan niin helposti ja yksiselitteisesti kuin on odotettu.

Kotimaiset yrityskaupat on todettu ympäri maailmaa 2000-luvulla tehdyissä tutkimuksissa ulkomaisia yrityskauppoja menestyksekkäämmiksi. Aw ja Chatterjee (2004) tutkivat vuosina 1991–1996 isobritannialaisten yritysten tekemiä kotimaisia ja kansainvälisiä, Eurooppaan ja Yhdysvaltoihin kohdistuvia, yrityskauppoja. Heidän tutkimuksensa tulokset osoittavat, että Iso-Britannian sisällä tehdyt yrityskaupat olivat osakkeilla saavutettavilla epänormaaleilla tuotoilla mitattuna kannattavampia kuin ulkomaisiin yrityksiin kohdistuvat yrityskaupat. Huomionarvoista tuloksissa on se, että niin kotimaisilla kuin eurooppalaisiin tai yhdysvaltalaisiin yrityksiin kohdistuneilla yrityskaupoilla saavutetut epänormaalit tuotot olivat kaikki negatiivisia. Kotimaisilla yrityskaupoilla saavutettiin kuitenkin vähiten negatiivisia tuloksia.

Samanlaisia tuloksia saivat myös André, Kooli ja L'Her (2004) kanadalaisella aineistollaan. Heidän tutkimuksensa kattoi 267 kanadalaisten yritysten tekemä yrityskauppaa. Myös Moeller ja Schlingemann (2005) saavuttamat tulokset yhdysvaltalaisella aineistolla tukevat edellä esitettyjä tutkimuksia. Heidän tutkimuksensa mukaan sekä yrityskaupan jälkeiset epänormaalit tuotot että taloudellisen suorituskyky olivat tilastollisesti merkittävästi heikompia kansainvälisissä yrityskaupoissa. Etsiessään syytä kansainvälisten yrityskauppojen heikoudelle Moeller ja Schlingemann (2005) huomasivat, että yrityskauppojen jälkeiset epänormaalit tuotot olivat poikkeuksellisen alhaisia niissä yrityskaupoissa, joiden kohdeyritys oli valtiossa, jossa on voimakkaasti säännelty institutionaalinen ympäristö tai jossa on käytössä vähemmistöosuuksia koskeva ranskalainen siviilioikeuskäytäntö. Tästä selityksestä poiketen myös isobritannialaisten kohdeyritysten kohdalla yrityskaupan jälkeiset epänormaalit tuotot olivat poikkeuksellisen alhaisia, vaikka Iso-Britannian talous on tavallista rajoittamattomampi (Moeller & Schlingemann 2005, 561).

Käsiteltyjen aikaisempien tutkimusten pohjalta on luotu tämän tutkielman ensimmäinen tutkimushypoteesi (*H1*), joka koskee yrityskaupan kansainvälisyyden osallisuutta yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen vaikuttavana tekijä:

*H1 Kotimaiset yrityskaupat onnistuvat taloudellisesti mitattuna ulkomaisia yrityskauppoja paremmin.*

### 2.2.3 Omistusrakenne

Omistusrakenteella tarkoitetaan tässä sitä, onko yritys suurimmalta osin julkisessa (*public*) vai yksityisessä (*private*) omistuksessa. Julkisilla yrityksillä tarkoitetaan yrityksiä, jotka ovat listautuneet pörssiin julkisen kaupankäynnin kohteiksi. Lukuisat tutkimukset ottavat tämän huomioon siinä uskossa, että omistusrakenteella on merkittävä vaikutus yrityskauppojen onnistumiseen ja yritysten suorituskykyyn. Useimmat aikaisemmista tutkimuksista ovat tutkineet eroa julkisen ja yksityisen omistuksen osalta kohdeyrityksissä (mm. Conn ym. 2005; Moeller & Schlingemann 2005; Fuller ym. 2002).

Conn ym. (2005) ottivat tutkimuksessaan huomioon kohdeyritysten omistusrakenteen muodon yrityskaupan vaikutuksiin. Heidän mukaan yksityisessä omistuksessa oleviin yrityksiin kohdistuvat yrityskaupat ovat yleisesti kannattavampia kuin ne, joiden kohdeyritykset ovat julkisessa omistuksessa. Yhdeksi vaikuttavaksi tekijäksi he nostavat sen, että yksityisessä omistuksessa olevien yritysten kanssa käydyt neuvottelut voidaan tehdä rauhassa, poissa median jatkuvasta tarkkailusta. Medialla on suuri vaikutus yrityskaupan onnistumiseen ja siinä osallisina olevien yritysten tulvaisuuteen etenkin silloin, kun yrityskauppa on vastustettu (*hostile*). Yrityskaupat ajatellaan vastustetuiksi silloin, kun kohdeyritys ei ole hyväksynyt alkuperäistä ostotarjousta (Powell & Stark 2005, 303).

Toinen syy yksityisten kauppojen paremmuuteen on se, että yksityisessä omistuksessa olevan yrityksen kanssa käydyssä kaupassa voidaan tuoda ilmi sellaisia tietoja, joiden jakaminen kaikkien osakkeenomistajien kanssa ei ole mahdollista. Julkisessa omistuksessa olevien yritysten kanssa tehtävät yrityskaupat on tarkasti valvottuja ja niissä kaikille omistajille taataan yhtäläinen tiedonsaantioikeus. Lopuksi, yksityisissä yrityskaupoissa on vielä se etu, ettei,



kaupan yksityisen luonteen vuoksi, kohdeyritys saa yhtä todennäköisesti kilpailevia tarjouksia. Tämä tuo ostajalle selvän edun verrattuna julkisiin kauppoihin, joissa ostaja voi joutua muuttamaan omia ehtojaan tai nostamaan kauppahintaansa yrityskaupan onnistumiseksi. (Conn ym. 2005, 822–823.)

#### **2.2.4 Yrityksen koko**

Yrityskaupan maksutavan, kansainvälisyyden ja omistusrakenteen lisäksi myös yrityskaupan osapuolten koon on ajateltu vaikuttavan yrityskaupan onnistumiseen. Aikaisemmissa tutkimuksissa suurten ja pienten yritysten tekemien yrityskauppojen on oletettu johtavan erilaisiin tuloksiin yritysten käytössä olevien resurssien erovaisuuksien johdosta (mm. Agrawal ym. 1992 ja Moeller, Schlingemann & Stulz 2004). Dimson ja Marsh (1986) ovatkin sitä mieltä, että yritysten koko tulisi ottaa huomioon etenkin pitkän aikavälin vaikutusten tutkimuksissa.

Agrawal ym. (1992) tutkivat yrityskaupan molempien osapuolten koon vaikutusta yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen. He eivät löytäneet relevanssia näyttöä siitä, että yritysten koolla olisi jokin johdonmukainen vaikutus yrityskaupan jälkeiseen suorituskyykyyn. Yrityskaupan osapuolten absoluuttisen koon vaikutuksen lisäksi he tutkivat yrityskaupan suhteellisen koon vaikutusta sen taloudelliseen onnistumiseen. Suhteellisella koolla tarkoitetaan kauppakohteen suhteellista kokoa verrattuna ostavan yrityksen kokoon (Agrawal ym. 1992, 1618). Agrawal ym. (1992) olettivat suhteelliselta kooltaan suurempiin kohdeyrityksiin kohdistuvien yrityskauppojen johtavan merkittävimpiin vaikutuksiin yrityskaupan jälkeisessä suorituskyykyssä. Näin ollen pienten yritysten tekemien yrityskauppojen oletettiin olevan vaikutuksiltaan suurten yritysten tekemiä yrityskauppoja voimakkaampia – ostavan yrityksen ollessa pieni, on kohdeyritys herkemmin suhteelliselta kooltaan suuri. Agrawalin ym. (1992) tutkimuksen tulokset eivät kuitenkaan tukeneet oletuksia, sillä suhteellisella koollakaan ei havaittu olevan vaikutusta yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen.

Moeller ym. (2004) tutkivat ostavan yrityksen koon vaikutusta yrityskaupan jälkeiseen suorituskyykyyn. Heidän tutkimuksensa osoittivat, että pienten yritysten tekemät yrityskaupat

ovat keskimäärin suurten yritysten tekemiä kannattavampia. Tutkimuksessa todetaan kuitenkin, että pienten yritysten tekemät yrityskaupat poikkeavat monelta osalta suurten yritysten tekemistä. Ensinnäkin, pienet yritykset maksavat mieluummin käteisellä kuin osakkeilla, minkä todettiin jo edellä johtavan taloudellisesti parempaan lopputulokseen. Toisekseen, pienet yritykset ostavat herkemmin yksityisessä omistuksessa olevia yrityksiä kuin julkisomistuksessa olevia, minkä on myös ajateltu vaikuttavan positiivisesti yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen.

Edellä esiteltyjen yrityskauppojen osapuolten kokoa käsittelevien aikaisempien tutkimusten pohjalta on johdettu tämän tutkielman toinen hypoteesi (*H2*):

*H2 Pienten yritysten tekemät yrityskaupat onnistuvat taloudellisesti mitattuna suurten yritysten tekemiä yrityskauppoja paremmin.*

### **2.2.5 Toimialasidonnaisuus**

Edellä luvussa 2 esitellyissä yrityskauppojen eri muodoista selvisi, että yrityskauppoja voidaan tehdä joko samalla tai eri toimialalla toimivien yritysten kesken. Samalla toimialalla toimivien yritysten välisillä yrityskaupoilla pyritään useimmiten joko vahvistamaan markkinaosuuttaan ja parantamaan kilpailuasemaansa (horisontaalinen yrityskauppa) tai turvaamaan yrityksen tuotantolinjan toimivuutta (vertikaalinen yrityskauppa). Toimialarajat ylittävillä yrityskaupoilla pyritään puolestaan laajentamaan liiketoimintaa täysin uusille markkinoille ostamalla toiminnaltaan joko samankaltainen (konsetrinen yrityskauppa) tai täysin erilainen yritys (konglomeraattinen yrityskauppa) (Tenhunen & Werner 2000, 13; Virtanen 1979, 87–90.). Yrityskaupan osapuolten toimialojen samankaltaisuuden on usein katsottu vaikuttavat ostavan yrityksen yrityskaupan jälkeiseen suorituskyykyyn. Valtaosa aikaisemmista tutkimuksista on yksimielisiä siitä, että samalla toimialalla toimivien yritysten väliset yrityskaupat johtavat parempaan suorituskyykyyn kuin eri toimialalla toimivien yritysten väliset yritys-

kaupat (mm. Buckley ym. 2014; Bhabra & Huang 2013). Tätä selittää osittain se, että toimialan valmis osaaminen vähentää tai jopa poistaa yritysjohtoon tarpeen tutustua ja opetella kohdeyrityksen toimintaa (King ym. 2003, 189).

Roberts ja Berry (1985) toteavat, että etenkin yrityskaupoissa, joissa ostetun yrityksen henkilöstön ja toiminnan integroiminen osaksi liiketoimintaa vaatii aktiivista johtamista, on toimialan ja kyseisen liiketoiminnan ennalta tunteminen erittäin tärkeää. Kohdemarkkinoiden tunteminen ja hallitseminen voi Robertsien ja Berryn (1985) mukaan olla avainasemassa menestyksekkääseen yrityskauppaan. Myös Bhabran ja Huangin (2013) sekä Fraunhoffen (2013) mukaan samalla toimialalla toimivien yritysten välisissä kaupoissa synergiaedut realisoituvat merkittävästi eri toimialalla toimivien yritysten välisiä yrityskauppoja helpommin. Bergh (1997) uskoo lisäksi saman toimialan sisällä tapahtuvien yrityskauppojen pienentävän yrityskauppaan liittyvää taloudellista riskiä. Kuten edellä käsitellyissä tutkimuksissa on havaittu, vaikuttaisi yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuudella olevan merkittävä vaikutus yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen. Siitä johtuen tämän tutkielman kolmas hypoteesi (*H3*) liittyy toimialasidonnaisuuden osallisuuteen yrityskauppojen taloudellisessa onnistumisessa:

*H3 Samalla toimialalla toimivien yritysten väliset yrityskaupat onnistuvat taloudellisesti mitattuna eri toimialalla toimivien yritysten välisiä yrityskauppoja paremmin.*

## **2.3 Yrityskauppojen vaikutus taloudelliseen suorituskyykyyn ja arvoon**

Tässä luvussa tarkastellaan yrityskauppojen vaikutusta ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn ja arvoon aikaisempiin tutkimuksiin pohjautuen. Tarkoituksena on perehtyä tarkemmin yrityskaupoista seuranneisiin, aikaisemmissa tutkimuksissa havaittuihin suorituskyykyyn ja arvon muutoksiin. Aluksi tarkastellaan yrityskauppojen vaikutusta ostavana osapuolena olevan yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn tilinpäätöksen tiedoista luoduilla tunnusluvuilla mitattuna, ja sen jälkeen yrityskaupan vaikutusta ostavan yrityksen arvoon sijoittajien näkökulmasta osakkeilla saavutettujen epänormaalien tuottojen avulla.

### 2.3.1 Yrityskauppojen vaikutus taloudelliseen suorituskyykyyn

Yritysten taloudellista suorituskyykyä tarkastellaan usein tilinpäätöstietojen pohjalta laadittujen tunnuslukujen avulla. Tunnusluvuilla kuvataan muun muassa yrityksen kannattavuutta, maksuvalmiutta, vakavaraisuutta ja kasvua. Tunnusluvut vaikuttavat yrityksen sidosryhmien tekemiin päätöksiin ja kertovat ulkopuolisille nopealla katsauksella paljon yrityksen sen hetkisestä taloudellisesta tilanteesta. Yrityskauppojen vaikutusta suorituskyykyyn on tutkittu viime vuosikymmenien aikana hyvin paljon. Todellisesta vaikutuksesta ei ole kuitenkaan päästy yksimielisyyteen muun muassa monien eri tutkimusmenetelmien sekä niissä kohdatujen ongelmien ja puutteellisuuksien takia.

Healy ym. (1992) tekivät yhden johtavista tutkimuksista yrityskauppojen jälkeisestä suorituskyykyistä (Ghosh 2001, 151). Tutkimuksessa käytettyjä tutkimusmenetelmiä ja siitä saatuja tuloksia on hyödynnetty lukuisissa myöhemmissä tutkimuksissa (mm. Ghosh 2001; Powell & Stark 2005). Healy ym. (1992) tekivät OLS-regressioanalyysiin (*ordinary least squares*) pohjautuvan tutkimuksen, jonka aineisto koostui 50 suurimmasta julkisessa omistuksessa olevan yrityksen tekemästä yrityskaupasta vuosilta 1979–1983. Tutkimuksen tulokset osoittavat, että yrityskaupat parantavat yritysten suorituskyykyä toimialan mediaaniin verrattuna.

Ghosh (2001) kritisoi Healyn ym. (1992) tutkimusta siitä, että heidän valitsemansa yritykset olivat jo ennestään keskimääräistä paremmin suoriutuvia, mistä johtuen tulokset ovat harhaanjohtavia. Toimialan mediaanin käyttäminen vertailukohtana ei myöskään anna välttämättä oikeaa kuvaa mitatusta kehityksestä, koska yrityskauppoja tekevät yritykset ovat yleensä jo ennestään mediaania paremmin suoriutuvia (Morck, Shleifer & Vishny, 1990). Ghosh (2001) toteaa, että syitä parempaan suorituskyykyyn on ainakin kaksi. Ensinnäkin yrityksen koolla voi olla suuri merkitys, ja toisekseen yritykset ovat tutkimusten mukaan aktiivisempia yrityskauppojen saralla taloudellisesti hyvin menneen ajanjakson jälkeen.

Ghosh (2001) toisti Healyn ym. (1992) tutkimuksen omalla aineistollaan vuosilta 1981–1995. Hänen saamansa tulokset olivat yhdenmukaisia Healyn ym. (1992) tutkimuksen kanssa osoittaen yritysten suorituskyyvyn paranevan yrityskaupan jälkeen. Tämän lisäksi Ghosh

(2001) toteutti vielä oman vertailevan tutkimuksen, jossa hän käytti omaa tutkimusmenetelmäänsä, joka otti huomioon yritysten yrityskauppaa edeltävän vahvan suorituskyvyn ja muutti vertailukohdan toimialan mediaanista kooltaan ja suorituskyvyltään vastaaviin yrityksiin. Vertailevassa tutkimuksessa tutkimusmenetelmänä käytetään niin sanottua *change-mallia*, koska se ei ole hänen näkemyksensä mukaan niin altis harhaanjohtavan tuloksen tuottamiseen ja antaa regressiomallia luotettavamman tuloksen. Ghosh (2001) on myös poistanut huonon vertailukohdan tuottaman mahdollisen vääristymän tutkimuksestaan vertaamalla valitsemiaan yrityskaupan osapuolia muihin kooltaan ja suorituskyvyltään vastaavanlaisiin yrityksiin. Näiden muutosten jälkeen ei yrityskauppojen ja suorituskyvyn paranemisen välillä löytynyt enää yhteyttä.

Powell ja Stark (2005) tekivät sekä Healyn ym. (1992) että Ghoshin (2001) tutkimuksiin pohjautuen oman tutkimuksensa Iso-Britanniassa tehtyjä yrityskauppoja koskevalla aineistolla. Heidän käyttämänsä aineisto oli kerätty vuosilta 1985–1993. Powell ja Stark (2005) halusivat selvittää johtuivatko Healyn ym. (1992) tutkimuksessa havaitut epätarkkuudet pelkästään vertailukohtien heikkouksista vai myös regressio-pohjaisen tutkimusmenetelmän tuomista epätarkkuuksista. He käyttivät Healyn ym. (1992) suosimaa tutkimusmenetelmää Ghoshin (2001) tekemillä parannuksilla vertailukohdissa ottaen huomioon yrityksen koon ja suorituskyvyn. Powell ja Stark (2005) tekivät tutkimuksen aineistollaan myös *change-mallin* mukaan ja vertasivat siitä saatuja tuloksia regressiomallilla tehdyn tutkimuksen tuloksiin. He saivat selville, että regressiomallin mukaisella tutkimuksella saadut tulokset eivät muuttuneet juurikaan, käytettiin vertailukohtana sitten toimialan mediaania tai koko- ja suorituskäytökäytöjättä vertailupareja. Sen sijaan, eri tutkimusmalleja verrattaessa huomattiin, että regressiomallia käyttämällä saadaan positiivisemmat vaikutukset yrityskaupan jälkeiseen suorituskäytökyyn kuin *change-mallilla*. Tämä selittää osaltaan eroja Healyn ym. (1992) ja Ghoshin (2001) tutkimusten välillä.

King ym. (2003) tekivät meta-analyysiin pohjautuvan tutkimuksen yrityskaupan vaikutuksesta yrityksen suorituskäytökyyn ja arvoon. Heidän datansa koostui 93 aiemmasta tutkimuksesta sisältäen tutkimustietoa yli 200 000 yrityskaupasta vuosilta 1921–2002. Tutkimuksen

tavoitteena oli tuottaa yritysjohtajille vihdoin selkeä ja luotettava vastaus tähän asti epäselvinä pysyneisiin väitteisiin yrityskauppojen kannattavuudesta. Tutkimuksessa yritysten taloudellista suorituskkyä mitattiin kolmen eri talouden tunnusluvun avulla. Tutkimuksessa käytetyt tunnusluvut olivat koko pääoman tuottoaste (ROA), oman pääoman tuottoaste (ROE) ja myynnin tuottoaste (ROS). ROA:ta koskevia aikaisempia tutkimuksia oli mukana 29, ROE:ta koskevia 14 ja ROS:sää koskevia 9. Kingin ym. (2003) tutkimuksen mukaan yrityskaupoilla ei ollut merkittävää vaikutusta taloudelliseen suorituskkyyn minkään edellä mainitun tunnusluvun kohdalla. Tutkitulla aikavälillä tapahtuneet muutokset olivat lähes poikkeuksetta negatiivisia, vaikkakin tilastollisesti merkityksettä jokoisen tunnusluvun kohdalla.

Bhabra ja Huang (2013) tutkivat Kiinassa listattujen yritysten tekemien 136 yrityskaupan (1997–2007) vaikutuksia yritysten suorituskkyyn ja arvoon. Suorituskvyn muutoksen mittaamiseen he käyttivät tunnuslukuja ROA, ROE, katetuotto ja myynnin kasvu. Tutkimuksessa verrattiin kolme vuotta ennen yrityskauppaa ja kolme vuotta sen jälkeen saatuja arvoja keskenään. Bhabran ja Huang (2013) tutkimustulokset osoittavat, että jokainen tutkimuksen sisältämistä tunnusluvuista heikkenee tutkitulla välillä, kun käytetään koko aineistoa. Esimerkiksi ROA ja ROE säilyvät koko tutkitun aikavälin positiivisina heikentyen lukemista 3,99 ja 5,68 prosentista lopulta 2,78 ja 5,27 prosenttiin. Muutokset ovat kuitenkin niin pieniä, että ne eivät ole muutamaa yksittäistapausta lukuun ottamatta tilastollisesti merkitseviä. Tulokset muuttuvat hieman, kun aineistoa järjestellään yrityskaupan maksutavan, yritysten omistusrakenteen tai kaupan kansainvälisyyden mukaan. Esimerkiksi maksutavan mukaan järjestellyssä aineistossa huomataan katetuoton ja myynnin kasvun tunnuslukujen vahvistuvan osakkeilla maksetuissa yrityskaupoissa. On kuitenkin hyvä huomioda, että kyseisten tunnuslukujen yrityskaupan jälkeiset arvot on saatu vain neljältä yritykseltä osakkeilla maksetuista kaupoista. Näin pienen otannan kohdalla yksikin poikkeuksellinen yrityskauppa vaikuttaa tuloksiin huomattavasti, eikä tulosta sen takia voida pitää kovin luotettavana.

Bhabran ja Huangin (2013) mukaan heidän tuloksensa suorituskvyn muuttumattomuudesta ovat ristiriidassa Yhdysvalloissa tehtyjen tutkimusten valtavan enemmistön kanssa, joiden mukaan yrityksen liiketoiminnan suorituskky heikkenee julkisten yrityskauppojen jälkeen.

Tutkimusten enemmistön tuloksista löytyy myös ristiriitaisuuksia kasvavien markkinoiden valtioiden, kuten Malesian (Rahman & Limmack 2004) ja Intian (Ramakrishnan 2008) kanssa, joissa oli havaittu positiivinen vaikutus yrityskauppojen ja liiketoiminnan suorituskyvyn välillä.

Tutkielman neljäs hypoteesi (*H4*) on johdettu edellä esiteltyjen yrityskauppojen vaikutuksia ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn käsittelevien aikaisempien tutkimusten pohjalta:

*H4 Yrityskaupat vaikuttavat positiivisesti ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.*

### **2.3.2 Yrityskauppojen vaikutus ostavan yrityksen arvoon**

Yrityskauppojen vaikutuksesta ostavan yrityksen osakkeen arvoon on tehty lukuisia tutkimuksia viimeisten vuosikymmenien aikana (mm. Asquith 1983; Gregory & McCorriston 2005; Tuch & O’Sullivan 2007). Suuri kiinnostus johtuu sijoittajien ja muiden sidosryhmien intresseistä kyetä ennustamaan tulevia epänormaaleja tuottoja. Aikaisempien tutkimusten tulokset ovat olleet läpi linjan hyvin yhdenmukaisia eri tutkimusmenetelmistä huolimatta. Tässä osiossa käydään läpi yrityskaupan vaikutuksia ostavan yrityksen arvoon ensin lyhyellä ja sitten pitkällä aikavälillä.

#### **2.3.2.1 Lyhyen aikavälin vaikutukset**

Tuch ja O’Sullivan (2007) tutkivat *event study* -menetelmän avulla yrityskauppojen vaikutusta yrityksen suorituskykyyn lyhyellä ja pitkällä aikavälillä. He vertailivat mielestään tärkeimpien aikaisempien tutkimusten tuloksia keskenään käyttäen suorituskyvyn mittarina osakkeen arvoa ja siihen kohdistuneita epänormaaleja tuottoja. Heidän aineistonsa koostui

lyhyen aikavälin tutkimuksissa 16:sta ja pitkän aikavälin tutkimuksissa 14:stä aiemmin, vuosilta 1980–2006, ympäri maailmaa tehdyistä tutkimuksista. Tutkimusaineisto keskittyi pääasiassa Yhdysvaltoihin ja Iso-Britanniaan, mutta vertailun vuoksi mukaan oli otettu myös Manner-Euroopan ja Kanadan aineistoilla tehdyt tutkimukset.

Tuchin ja O’Sullivanin (2007) tutkimuksessa lyhyeen aikaväliin sisällytettiin aineistoa neljältä kuukaudelta ennen yrityskauppaa ja kolmelta kuukaudelta sen jälkeen. Siitä huolimatta, että aineistona käytetyissä tutkimuksissa valitut aikaikkunat erosivat kohtuullisen paljon toisistaan, tulokset olivat hyvin yhteneväisiä. Saatujen tulosten mukaan lyhyen aikavälin epänormaalit tuotot eivät Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa tutkituissa yrityskaupoissa yllä juuri koskaan positiiviseksi. Suurimmassa osassa Tuchin ja O’Sullivanin (2007) *event study* -tutkimuksessa mukana olleista aikaisemmista tutkimuksista ei ole havaittu lainkaan tilastollisesti merkitsevää muutosta tai havaittu muutos on merkitsevästi negatiivinen. Heidän tutkimuksensa mukaan muualla maailmassa, kuten Kanadassa ja Manner-Euroopassa tulokset ovat olleet positiivisempia, mutta kuitenkin verrattain maltillisia.

Samanlaisia tuloksia saivat myös Gregory ja McCorriston (2005) tutkiessaan Iso-Britanniassa olevien yritysten tekemiä ulkomaisia yrityskauppoja. Heidän tutkimuksensa osoittivat, että lyhyellä aikavälillä epänormaalit tuotot ovat tilastollisesti merkityksettömiä. Kohdeyrityksen sijainnilla ei ollut merkitystä tuloksiin, sillä niin Yhdysvalloissa, EU:ssa kuin muissakin tutkimuksen kattaneissa valtioissa saavutetut epänormaalit tuotot pysyivät merkityksettöminä. Tuloksissa ei havaittu merkittävää muutosta, vaikka tutkittua aikaväliä pidennettiin neljästä päivästä 20 päivän mittaiseksi. Tarkemmassa tarkastelussa huomattiin kuitenkin, että epänormaalien tuottojen syntyminen vaihtelee alueittain. Esimerkiksi yhdysvaltalaisille yrityskaupoille oli tyypillistä se, että julkistamispäivän positiivinen vaikutus muuttui ajan kuluessa negatiiviseksi, kun eurooppalaisissa yrityskaupoissa muutos oli sen sijaan päinvastainen – julkistamispäivän negatiivinen kurssikehitys saattoi ajan kuluessa muuttua positiiviseksi.



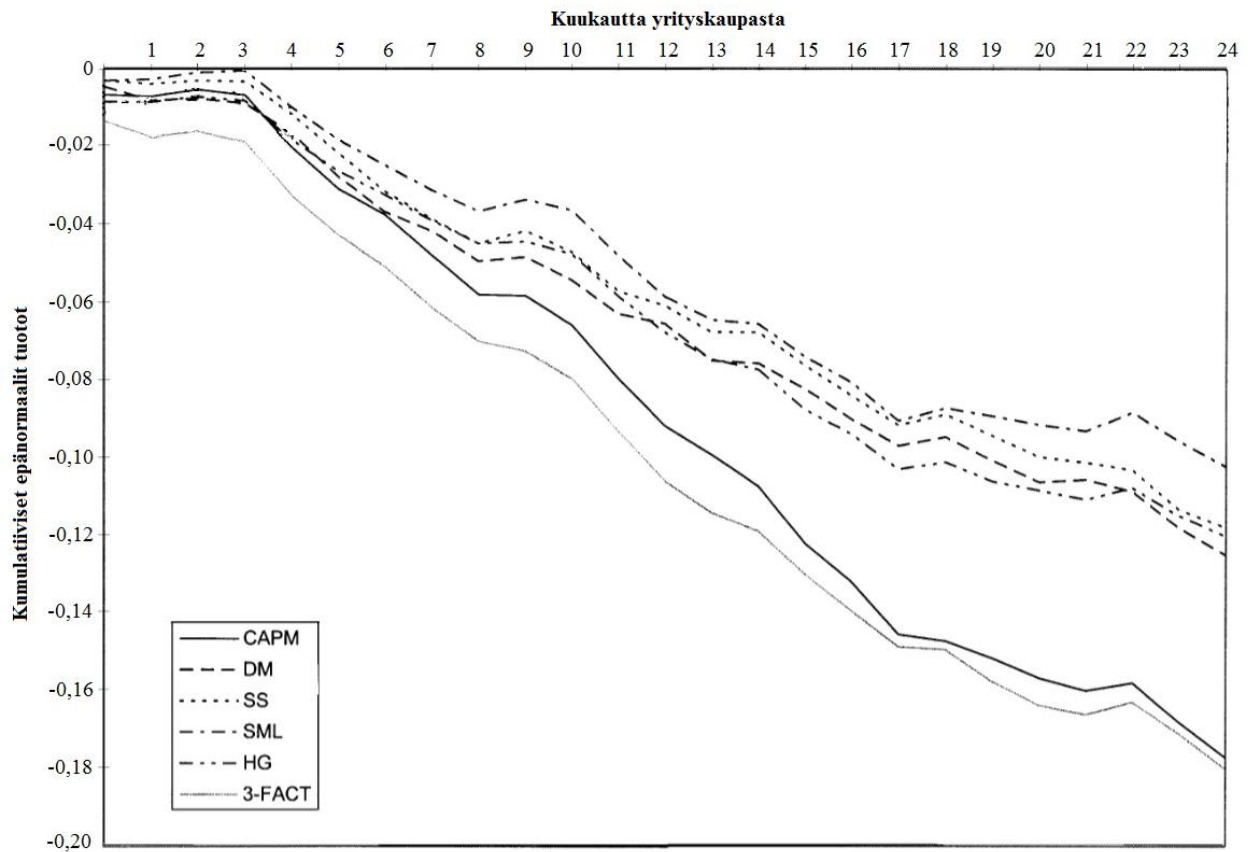
Kingin ym. (2003) meta-analyysillä saamat tulokset olivat hyvin yhtenevät Tuchin ja O’Sullivanin (2007) sekä Gregoryyn ja McCorristonin (2005) tutkimustulosten kanssa. Heidän aineistonsa sisältää yli 350 aiempaa tutkimusta, joissa oli tutkittu yrityskauppojen lyhyen aikavälin vaikutuksia yrityksen arvoon. Ainoastaan julkistamispäivän tuotot olivat meta-analyysillä saatujen tulosten mukaan tilastollisesti merkitsevällä tavalla positiivisia, mutta nekin vain niukasti. Muutoin toteutuneet epänormaalit tuotot olivat merkityksettömiä tai negatiivisia.

Bhabra ja Huang (2013) tutkivat Kiinassa listattujen yritysten tekemien yrityskauppojen vaikutuksia yrityksen suorituskykyyn ja arvoon. Heidän tutkimustuloksensa olivat hyvin päinvastaisia muun muassa Tuch ja O’Sullivan (2007) sekä King ym. (2003) kanssa. Bhabran ja Huangin (2013) mukaan Kiinassa lyhyellä aikavälillä saadut epänormaalit tuotot olivat johdonmukaisesti tilastollisesti merkitsevästi positiivisia. Positiiviset epänormaalit tuotot syntyvät Bhabran ja Huangin (2013) tutkimuksessa pääosin valtion omistamien yritysten tilastoista. Valtion omistamat yritykset maksavat yrityskauppansa useimmiten osakkeiden sijaan käteisellä, mikä tutkimusten mukaan, kuten jo aiemmin on todettu, parantaa yrityskaupan jälkeisiä tuottoja. Yhtenä vaikuttavana tekijänä tutkimustulosten eroon voi olla myös se, että Yhdysvalloista poiketen Kiinan markkinoilla ei ole havaittu merkkejä julkistamispäivää edeltäneistä tietovuodoista, jotka vaikuttavat epänormaaleiden tuottojen ajankohtaan ja määrään (Bhabra & Huang 2007, 196).

### **2.3.2.2 Pitkän aikavälin vaikutukset**

Yrityskauppojen jälkeisiä pitkän aikavälin epänormaaleja tuottoja on tutkittu paljon. Syynä suureen tutkimusmotivaatioon ovat pitkälti varhaiset tutkimukset (mm. Asquith 1983; Malatesta 1983), joiden mukaan saadut tuotot voivat olla negatiivisia (Tuch & O’Sullivan 2007, 148). Tuchin ja O’Sullivanin (2007) sekä Gregoryyn ja McCorristonin (2005) saamat tulokset ovat samansuuntaisia varhaisten tutkimusten kanssa. Epänormaalit tuotot ovat joko tilastollisesti merkityksettömiä tai negatiivisia pitkällä aikavälillä. Gregory ja McCorriston (2005) huomaavat, että pitkän aikavälin epänormaaleihin tuottoihin vaikuttaa ostavan yrityksen

book-to-market-arvo (BTM). BTM-arvo kertoo yrityksen kirja-arvon ja markkina-arvon välisen suhteen. Kirja-arvolla tarkoitetaan kirjanpidollista arvoa, joka saadaan vähentämällä yrityksen velat sen varoista ja markkina-arvolla puolestaan kuvataan yrityksen kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden yhteenlaskettua arvoa (Balance Consulting 2017a). Gregoryyn ja McCorristonin (2005) mukaan mitä suurempi BTM on, sitä paremmaksi muodostuu yrityskaupan jälkeinen pitkän aikavälin tuotto. Toisin sanoen, mitä vakavaraisempi yritys on suhteessa sen markkina-arvoon, sitä parempia epänormaaleja tuottoja voidaan yrityskaupalta pitkällä aikavälillä odottaa.



**Kuvio 4.** Keskimääräiset yrityskaupan jälkeiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot pitkällä aikavälillä (suomennos teoksesta Gregory 1997)

Kuviossa 4 näkyy Gregoryyn (1997) tutkimuksen tulokset yrityskaupan jälkeisistä kumulatiivisista epänormaaleista tuotoista. Tutkimuksessa tutkittiin isobritannialaisten yritysten tekemien yrityskauppojen pitkän aikavälin vaikutuksia yritysten arvoon. Kuviossa näkyy eri tutkimusmalleilla saadut tulokset. Käytettyjä tutkimusmenetelmiä olivat CAP-malli (*CAPM*),

Dimsonin ja Marshin (1986) riski- ja kokomukautettu malli (*DM*), vaihtoehtoisesti kokomukautetut mallit (*SS* ja *SML*), Hoare-Govettin indeksillä laskettu arvomukautettu malli (*HG*) sekä Faman ja Frenchin (1996) kolmen muuttujan malli (*3-FACT*) (Gregory 1997, 976–980). Käytetystä tutkimusmallista huolimatta Gregoryn (1997) tutkimuksen mukaan yrityskauppojen jälkeiset epänormaalit tuotot ovat olleet poikkeuksetta negatiivisia.

Myös King ym. (2003) meta-analyysiin pohjautuva tutkimus saavutti samanlaiset tulokset. Merkityksellisiä negatiivisia tuottoja alkaa keskimäärin kertyä 22 päivää toteutuneen yrityskaupan jälkeen. Tulokset jatkuvat samansuuntaisina koko tutkimuksen aikaikkunan läpi. Kolme vuotta yrityskaupan jälkeen epänormaalit tuotot ovat 10 prosenttia negatiivisia. Luokisat muutkin tutkimukset osoittavat pitkän aikavälin epänormaalien tuottojen olevan negatiivisia. Kolme tai viisi vuotta toteutuneen yrityskaupan jälkeen on useiden tutkimusten mukaan havaittu epänormaalien tuottojen olevan jopa 20 prosenttia negatiivisia. (Black ym. 2007; Conn ym. 2005; Gregory & McCorriston 2005; Sudarsanam & Mahate 2003.)

Muista tutkimuksista poiketen, Bhabran ja Huangin (2013) saamat tulokset Kiinan pörssinoteerattujen yhtiöiden pitkän aikavälin epänormaaleista tuotoista ovat varsin positiivisia. Osta ja pidä (*buy-and-hold*) -sijoitusstrategiaa käyttäen saadut epänormaalit tuotot yrityskaupan ostavan osapuolen osakkeilla ovat markkinoihin verrattuna olleet 24 kuukauden kohdalla keskimäärin 49,88 prosenttia ja 36 kuukauden kohdalla jopa 72,14 prosenttia. Kuten jo lyhyen aikavälin vaikutusten tarkastelussa selvisi, Bhabran ja Huangin (2013) aineiston yrityskaupoista lähes 80 prosenttia on tehty kuitenkin käteismaksulla, minkä todettiin parantavan yrityskaupan vaikutusta ostavan yrityksen osakkeen arvoon. Osakkeilla maksettujen yrityskauppojen pitkän aikavälin epänormaali tuotto on sen sijaan selkeästi negatiivinen. Tältä osin Bhabran ja Huangin (2013) tulokset tukevat tehtyjä tutkimuksia maksutavan vaikutuksesta saatuihin tuottoihin. Negatiivisten tuottojen osalta tulokset vastaavat myös muun muassa Tuchin ja O’Sullivanin (2007) sekä Gregoryn ja McCorristonin (2005) tutkimusten tuloksia, joissa ei ole erikseen eritelty yrityskauppoja maksutavan mukaan.

Bhabran ja Huangin (2013) tutkimustuloksia voi vääristää myös se, että Kiinan yrityskaupapamarkkinat ovat monella tapaa uniikit. Ensinnäkin, noin kaksi kolmasosaa tutkituista yrityskaupoista tehtiin valtion omistuksessa olevien yritysten toimesta. Toisekseen, yrityskaupakohteiden sijainti oli poikkeuksellisen yksipuolinen. Noin 90 prosenttia kaikista yrityskaupoista tutkitulla ajanjaksolla oli kotimaisia. Kolmas vääristävä seikka on se, että enemmistö yrityskaupoista tehtiin vielä samalla toimialalla toimivien yritysten kesken. Sekä kaupan kansainvälisyys että toimialasidonaisuus ovat useiden tutkimusten mukaan positiivisesti yrityskaupan jälkeiseen suorituskyykyyn ja arvoon vaikuttavia, kuten edellä on todettu.

Tutkielman viides ja viimeinen hypoteesi käsittelee yrityskaupan vaikutusta ostavan yrityksen arvoon. Vaikka aikaisempien tutkimusten enemmistö ei ole löytänyt tilastollisesti merkitsevää positiivista suhdetta yrityskauppojen ja ostavan yrityksen arvon välillä, lähdetään tutkielman viidennellä hypoteesilla (*H5*) etsimään muun muassa Trautwein (1990) motiiviteorioita tukevaa yrityskauppojen positiivista arvon muutosta ostavalle yritykselle:

*H5 Yrityskaupat vaikuttavat positiivisesti ostavan yrityksen arvoon.*

## 2.4 Teoreettisen osion yhteenveto

Yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen vaikuttavat useat eri tekijät. Aikaisemmissa tutkimuksissa yrityskaupan onnistumiseen vaikuttaviksi tekijöiksi on luokiteltu muun muassa yrityskaupan maksutapa, yrityskaupan kansainvälisyys, kohdeyrityksen omistusrakenne, niin ostavan yrityksen kuin kohdeyrityksenkin koko sekä yrityskaupan osapuolten toimialasidonaisuus. (Buckley ym. 2014; Conn ym. 2005; Moeller ym. 2004.)

Kuten edellä on todettu, aikaisempien tutkimusten perusteella käteisellä maksetut yrityskaupat onnistuvat taloudellisesti mitattuna osakkeilla maksettuja yrityskauppoja paremmin. Myös yrityskaupan kansainvälisyydellä on havaittu olevan merkittävä vaikutus yrityskauppojen onnistumiseen. Kotimaisten yrityskauppojen on havaittu johtavan taloudellisesti mi-

tattuna kannattavampiin tuloksiin kuin kotimaan rajat ylittävien yrityskauppojen. Yrityskaupan kohdeyrityksen omistusrakenteellakin on aikaisempien tutkimusten perusteella vaikutus yrityskaupan onnistumiseen, sillä yksityisessä omistuksessa oleviin yrityksiin kohdistuvien yrityskauppojen on havaittu johtavan taloudellisesti mitattuna julkisessa omistuksessa oleviin yrityksiin kohdistuvia yrityskauppoja parempiin lopputuloksiin. (Conn ym. 2005.)

Yrityksen koon vaikutusta yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen on aikaisemmissa tutkimuksissa tutkittu sekä ostavan yrityksen että kohdeyrityksen osalta. Tässä tutkielmassa keskityttiin ostavan yrityksen koon vaikutuksiin yrityskauppojen onnistumiseen. Pienten ja keskisuurten yritysten tekemien yrityskauppojen on havaittu johtavan suurten yritysten tekemiä yrityskauppoja parempiin lopputuloksiin. Aikaisemmissa tutkimuksissa huomautetaan kuitenkin, että pelkästään ostavan yrityksen koko ei selitä tulosten eroa, sillä pienten yritysten tekemiin yrityskauppoihin liittyy myös muita eroavaisuuksia verrattuna suurten yritysten tekemiin, kuten esimerkiksi maksutapa ja kohdeyrityksen omistusrakenne. Viimeisin tässä tutkielmassa mainittu yrityskaupan onnistumiseen vaikuttava tekijä on yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuus. Aikaisemmat tutkimukset ovat yksimielisiä siitä, että saman toimialan sisällä toimivien yritysten väliset yrityskaupat onnistuvat taloudellisesti mitattuna eri toimialoilla toimivien yritysten välisiä yrityskauppoja paremmin. (Buckley ym. 2014; Moeller ym. 2004.)

Yrityskauppojen eri ominaisuudet voivat siis aikaisempien tutkimusten perusteella vaikuttaa yrityskauppojen onnistumiseen. Tämän tutkielman empiirisessä osassa keskitytään yrityskaupan onnistumiseen vaikuttavien tekijöiden osalta yrityskaupan kansainvälisyyteen, ostavan yrityksen kokoon sekä yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuuteen.

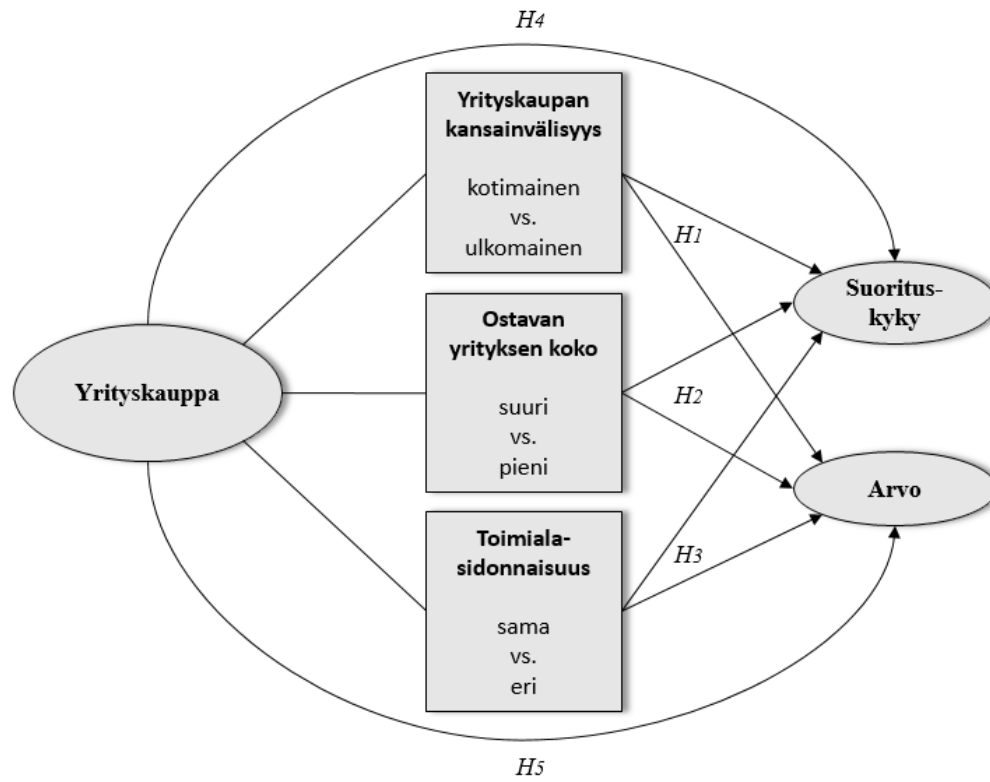
Yrityskauppojen vaikutus ostavan yrityksen suorituskykyyn ja arvoon on ollut etenkin Yhdysvalloissa lukuisien tutkimusten kohteena. Aiheeseen liittyvät tutkimukset ovat lisääntyneet myös muualla maailmassa. Yhdysvaltalaisella aineistolla tehtyjen aikaisempien tutkimusten perusteella yrityskaupat eivät paranna merkittävästi ostavan yrityksen suorituskykyä. Päinvastoin niiden on havaittu jopa heikentävän suorituskykyä tutkittujen tunnuslukujen osalta. Viimeisen vuosikymmenen aikana tehdyt tutkimukset kasvavilla markkinoilla ovat

kuitenkin tuoneet ristiriitaisia tuloksia aikaisempien tutkimusten enemmistöön verrattuna. Kasvavilla markkinoilla on yrityskauppojen huomattu vaikuttavan positiivisesti yritysten taloudelliseen suorituskyykyyn ainakin joillain tunnusluvuilla mitattuna. (Bhabra & Huang 2013; King ym. 2003.)

Yrityskauppojen vaikutus ostavan yrityksen arvoon on myös ollut suuren mielenkiinnon kohteena jo usean vuosikymmenen ajan. Lyhyen ja pitkän aikavälin tutkimusten tulokset poikkeavat aikaisemmissa tutkimuksissa toisistaan. Lyhyttä aikaväliä tutkineiden aikaisempien tutkimusten mukaan epänormaalit tuotot ovat lähes poikkeuksetta merkityksettömiä tai negatiivisia. Ainoastaan julkistamispäivän epänormaaleihin tuottoihin löytyi positiivinen vaikutus, joka oli tilastollisesti merkityksellinen. Lukuisat tutkimukset ympäri maailmaa osoittavat, että pidemmällä aikavälillä tarkasteltuna yrityskauppojen jälkeiset epänormaalit tuotot ovat lähes poikkeuksetta negatiivisia. (Bhabra & Huang 2013; Black ym. 2007; Conn ym. 2005.)

Kaiken kaikkiaan aikaisempien tutkimusten mukaan yrityskauppojen vaikutukset ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn ja arvoon jäävät usein joko tilastollisesti merkityksettömiksi tai jopa negatiivisiksi sekä pitkällä että lyhyellä aikavälillä. Tämän perusteella yrityskauppoihin jopa merkittävimpänä motiivina pidetyn tehokkuusteorian mukaiset synergieadut eivät realisoidu yrityskauppojen jälkeisessä taloudellisessa suorituskyykyssä tai arvon muutoksessa.

Edellä luvuissa 2.2 ja 2.3 esiteltiin tässä tutkielmassa käytettävät tutkimushypoteesit ( $H1-H5$ ), jotka on kerätty visuaaliseen muotoon kuvioon 5. Tutkielman kolme ensimmäistä hypoteesia liittyvät yrityskaupan taloudellisen onnistumiseen vaikuttavien tekijöiden keskinäiseen vertailuun. Neljännellä hypoteesilla puolestaan tutkitaan yrityskauppojen vaikutusta ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn ja viidennellä hypoteesilla yrityskaupan vaikutusta ostavan yrityksen arvoon.



**Kuvio 5.** Tutkimushypoteesit

### 3 EMPIIRINEN AINEISTO JA TUTKIMUSMENETELMÄT

Tässä luvussa käsitellään tutkielman empiirisen osion tutkimusaineistoa sekä käytettyjä tutkimus menetelmiä. Ensin selvitetään, mistä tutkimusaineisto on peräisin ja mitä rajoituksia aineistolle on tehty. Tämän jälkeen käydään läpi, millä perusteella aineisto on jaettu luvussa 2.2 esiteltujen yrityskauppojen onnistumiseen vaikuttavien tekijöiden mukaan, ja mitä tunnuslukuja tutkimuksessa on käytetty. Luvun lopussa käydään yksityiskohtaisesti läpi, mitä tutkimusmenetelmää kussakin tutkimuksen vaiheessa on käytetty.

#### 3.1 Tutkimusaineisto

Tutkimuksen aineisto on peräisin kahdesta eri tietolähteestä: suomalaisten pörssiyritysten tekemiä yrityskauppoja koskevat tiedot on haettu Thomson Reutersin yrityskauppa-tietokannasta ja tilinpäätösten pohjautuvat tunnusluvut sekä osakekursseja koskeva aineisto Thomson Reutersin Datastream-tietokannasta. Yrityskauppoja koskevasta aineistosta saatiin selville yrityskaupan osapuolet, yrityskaupan julkistamis- ja toimeenpanopäivät, yrityskaupassa ostetun osuuden määrä sekä toimialat, joilla yrityskaupan osapuolet toimivat. Yrityskauppojen vaikutusta ostavan yrityksen taloudellisen suorituskyvyn tutkimista varten haettiin Datastreamista vuosien 2007–2016 tilinpäätöstietojen pohjalta laaditut tunnusluvut ROE, EBITDA ja current ratio. Lisäksi Datastreamista haettiin yrityksen kokoa kuvaava tunnusluku *enterprise value* eli yritysarvo, jota käytettiin yrityskauppojen onnistumiseen vaikuttavien tekijöiden tutkimisessa.

Yrityskauppojen vaikutusta ostavan yrityksen arvoon tutkitaan osakkeiden hintojen muutoksista aiheutuvien epänormaalien tuottojen avulla. Epänormaalien tuottojen tutkimista varten Datastreamista ajettiin kaikkien suomalaisten pörssiyritysten osakkeiden päivittäiset kurssit vuoden 2007 alusta vuoden 2017 maaliskuun loppuun. Lisäksi Datastreamista haettiin OMX Helsinki -hintaindeksin päivittäiset päätoskurssien arvot samalta aikaväliltä, jotta yksittäisten



yritysten osakkeiden hintojen muutoksia voidaan verrata markkinoiden yleiseen hintakehitykseen.

### **3.1.1 Aineiston rajaukset**

Kuten jo johdannossa mainittiin, on tutkimusaineistoon tehty tiettyjä rajoituksia. Ensinnäkin tutkimuksen aineisto koostuu vuosien 2008–2015 aikana suomalaisten pörssiyhtiöiden tekemistä yrityskaupoista. Tutkimuksen ulkopuolelle on siis rajattu kaikki muut kuin Helsingin pörssissä julkisen kaupankäynnin kohteena olevien suomalaisten yhtiöiden tekemät yrityskaupat. Tämä johtuu siitä, että on järkevämpää tutkia julkisen kaupankäynnin kohteena olevia yrityksiä, koska ei-julkisten osakeyhtiöiden tilinpäätöstietoihin ja osakkeen arvonmuutoksiin käsiksi pääseminen voi olla vaikeaa. Tutkimuksen ulkopuolelle on lisäksi rajattu sellaiset yrityskaupat, joissa ostava yritys on tehnyt kahden vuoden sisällä useampia yrityskauppoja. Yhden yksittäisen yrityskaupan vaikutusten selvittäminen on mahdotonta, jos tutkitulla ajanjaksolla on tehty muitakin yrityskauppoja. Näiden rajausten lisäksi tutkimuksesta on rajattu ulos kaikki muut yrityskaupat kuin ne, joissa on kerralla ostettu 100 prosenttia kohdeyrityksen osakkeista. Tämä rajausta johtuu siitä, että yrityskauppojen, joissa on kerralla ostettu koko kohdeyrityksen osakekanta, voidaan olettaa olevan vaikutuksiltaan kaikista suurimpia ja selkeimmin havainnoitavissa olevia.

Edellä mainittujen rajausten jälkeen tutkimuksen otannaksi saatiin 108 suomalaisen pörssiyhtiön tekemää yrityskauppaa. Tutkielmasta jouduttiin rajaamaan kuitenkin kuusi yrityskauppaa pois, koska ostavasta yrityksestä ei ollut saatavilla riittävää määrää dataa tutkimuksen suorittamiseksi. Lisäksi aineistoa kerätessä huomattiin kolmen yrityskaupan kohdalla ostavan yrityksen taloudellista suorituskykyä mittaavien tunnuslukujen aiheuttavan niin suuren poikkeaman aineiston keskihajontaan, että ne päätettiin rajata ulos tutkimustuloksen luotettavuuden maksimoimiseksi. Loppujen lopuksi tutkielman empiirisen osan aineisto koostuu siis 99 yrityskaupasta ja niiden ostavana osapuolena toimineen yrityksen taloudellista suorituskykyä ja arvoa mittaavista tunnusluvuista.

Yrityskauppojen jälkeisiä epänormaaleja tuottoja tutkiessa aikaisemmat tutkimukset ovat käyttäneet lyhyen aikavälin tutkimuksessa korkeintaan muutaman kuukauden päähän ulottuvia havaintoja (mm. Tuch & O’Sullivan 2007). Useissa tutkimuksissa lyhyt aikaväli on määritelty merkittävästi lyhemmäksi, vain muutamien päivien mittaiseksi ajanjaksoksi (mm. Bhabra & Huang 2013; Gregory & McCorriston 2005). Tässä tutkielmassa lyhyen aikavälin tutkimuksissa on tutkittu sekä kuukauden päähän ulottuvaa että muutamasta päivästä koostuvaa aikaväliä. Myös pitkän aikavälin tutkimuksissa käytetyt ajanjaksot ovat aikaisemmissa tutkimuksissa vaihdelleet huomattavasti. Gregoryn (1997) tutkimuksessa pitkän aikavälin havainnot jatkuivat kahden vuoden päähän yrityskaupan julkistamispäivästä. Monissa tutkimuksissa pitkän aikavälin vaikutuksia on kuitenkin seurattu kolmen vuoden päähän (mm. Bhabra & Huang 2013) ja joissakin jopa viiden vuoden päähän yrityskaupasta (mm. Black ym. 2007; Conn ym. 2005; Gregory & McCorriston 2005). Tässä tutkielmassa pitkän aikavälin epänormaalien tuottojen tutkimuksessa on käytetty tasan kaksi vuotta julkistamispäivän jälkeisiä osakkeen arvoja. Pitkän aikavälin tutkimukseen valittiin esimerkiksi nostetuista aikaisempien tutkimusten aikaväleistä lyhyin, jotta saadaan mahdollisimman monelle tutkimuksessa olevalle yrityskaupalle sama pitkän aikavälin havainto. Koska osa tutkituista yrityskaupoista on vuodelta 2015, ei niille ole tämän tutkielman kirjoitushetkellä vielä saatavilla esimerkiksi kolmen tai viiden vuoden päähän ulottuvia arvoja.

Yrityksen taloudellista suorituskykyä mitatessa tutkielman aikavälien määrittäminen on yksinkertaisempaa, koska aineiston keruussa käytetyistä tietokannoista oli saatavilla vain tilinpäätöshetken tietoihin pohjautuvat taloudelliset tunnusluvut. Tästä syystä lyhyttä aikaväliä tutkitaan yrityskauppaa edeltäneen ja heti sitä seuranneen tilinpäätöksen pohjalta laadittujen tunnuslukujen osalta. Tässä tutkielmassa taloudellisen suorituskyvyn pitkän aikavälin tutkimus on puolestaan rajattu kahden tilinpäätöksen päähän yrityskaupan toteutumispäivästä. Aikaväli on rajattu verrattain lyhyeksi, jotta pystytään mahdollisimman hyvin selvittämään tutkitun yrityskaupan vaikutusta. Mitä pidemmäksi tutkittua aikaväliä kasvattaa, sitä vaikeampaa on toteutuneiden muutosten kohdistaminen tutkimuksen kohteena olevan yrityskaupan aiheuttamiksi.

### 3.1.2 Yrityskaupan onnistumiseen vaikuttavat tekijät

Tässä tutkielmassa tutkimusaineiston yrityskaupat on jaettu kahteen ryhmään kolmessa yrityskauppojen onnistumiseen vaikuttavien tekijöiden mukaisessa kategoriassa. Tutkittavia kategorioita ovat yrityskaupan kansainvälisyys, ostavan yrityksen koko sekä yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuus. Yrityskaupan kansainvälisyyden mukaan jako on tehty kotimaisiin ja ulkomaisiin yrityskauppoihin, ostavan yrityksen koon mukaan pieniin ja suuriin yrityksiin, ja yrityskaupan toimialasidonnaisuuden mukaan samalla ja eri toimialalla toimivien yritysten välisiin yrityskauppoihin.

Yrityskaupan kansainvälisyys on selvitetty yrityskauppoja koskevan aineiston pohjalta. Kotimaisiksi yrityskaupoiksi on määriteltä ne yrityskaupat, joissa kohdeyrityksenä on nimen ja yhtiömuodon perusteella arvioiden ollut suomalainen yritys. Kaikki loput yrityskaupat on luokiteltu kansainvälisiksi riippumatta siitä, mihin toiseen valtioon kuin Suomeen kauppakohde on kuulunut. Epäselvien tilanteiden kohdalla tarkastettiin Kauppalehden yrityshakupalvelusta yrityksen nimen avulla, onko kyseinen kohdeyritys rekisteröity Suomeen. Näin saatiin varmistettua yrityskauppojen luokittelu kotimaisten ja kansainvälisten yrityskauppojen välillä.

Yrityksen kokoa määriteltäessä on hyvä muistaa, ettei ole olemassa yhtä absoluuttisesti oikeaa tunnuslukua yrityksen koon mittaamiseen. Kirjanpitolain ensimmäisen luvun pykälissä 4a–4c yritykset jaetaan mikro-, pien- ja suuryrityksiin liikevaihdon, taseen loppusumman sekä tilikauden keskimääräisen henkilökunnan lukumäärän mukaan (Finlex 2017). Tässä tutkielmassa yrityksen koon määrittelemistä haluttiin kuitenkin yksinkertaistaa ja sitoa se osittain tutkielmassa runsaasti huomiota saaneeseen yrityksen arvoon. Koska yrityksen markkina-arvo itsessään ei anna täysin perusteltua pohjaa jaon tekemiseksi suuriin ja pieniin yrityksiin, haluttiin määrittelyyn ottaa mukaan myös taseen varoja ja velkoja.

Tässä tutkielmassa yrityksen kokoa päätettiin mitata *enterprise value* -tunnusluvulla eli yrittäjäarvolla. Yrittäjäarvo kuvaa yrityksen markkina-arvoa ikään kuin yrityksen ostajan kannalta, sillä tunnusluku ottaa huomioon myös yrityksen mukana tulevat velat. Yrittäjäarvoa voikin

verrata asuntokaupan yhteydessä käytettyyn asunnon velattomaan hintaan, joka kattaa sekä asunnon kauppaa-arvon että sille kuuluvat velat. Yritysarvo lasketaan lisäämällä markkina-arvoon yrityksen korolliset velat vähennettynä sen likvideillä varoilla (Balance Consulting 2017b.) Tutkielmassa rajaksi suurten ja pienten yritysten välille valittiin tasaluku, jossa noin puolet tutkituista yrityskaupoista ovat pienten yritysten tekemiä ja toinen puolikas puolestaan suurten yritysten tekemiä. Suuriksi yrityksiksi valikoituivat kaikki ne yritykset, joiden yritys-arvo oli yrityskauppaa edeltävän tilinpäätöksen luvuilla laskettuna yli miljoona euroa. Pieniä yrityksiä olivat puolestaan ne yritykset, joiden yritys-arvo jäi miljoonan alapuolelle.

**Taulukko 2.** Tutkittujen yrityskauppojen ominaisuudet

	Ostavan yrityksen koko		Kansainvälisyys		Toimialasidonnaisuus	
	suuri	pieni	kotimainen	ulkomainen	sama	eri
Lukumäärä	34	65	38	61	64	35
%-osuus kaikista	34 %	66 %	38 %	62 %	65 %	35 %
Yhteensä (kpl)	99		99		99	
Yhteensä (%)	100 %		100 %		100 %	

Taulukosta 2 nähdään miten tutkittujen yrityskauppojen ominaisuudet jakautuvat luvussa 3 esiteltujen yrityskauppaan vaikuttavien tekijöiden välillä. Kokonaisuudessaan tutkielman aineistoon valikoitui 99 suomalaisten pörssiyhtiöiden tekemää yrityskauppaa vuosilta 2008–2015. Niistä 34 kappaletta lukeutui tehdyn rajauksen myötä suuren ja 65 pienen yrityksen tekemäksi. Kokorajauksen tekoa hankaloitti se, että tutkittujen yrityskauppojen ostavien osapuolten koko vaihteli suuresti. Pienimmän ostavan yrityksen yritys-arvo oli noin 20 tuhatta euroa, kun taas suurimman hieman yli 30 miljoonaa euroa. Tutkituista yrityskaupoista hieman alle puolet, 38 kappaletta, kohdistui suomalaisiin yrityksiin ja 61 kappaletta kotimaan rajojen ulkopuolisiin yrityksiin. Kolmas tarkasteltu yrityskaupan onnistumiseen vaikuttava tekijä on kauppakohteiden toimialasidonnaisuus. Tutkielman aineiston yrityskaupoista 64 kappaletta kohdistui samalla ja 35 kappaletta jollakin muulla toimialalla toimivaa yritystä kohtaan.

### 3.1.3 Tutkimuksessa käytetyt tunnusluvut

Tutkielmassa käytetyt yritysten taloudellista suorituskykyä kuvaavat tunnusluvut ovat ROE, EBITDA ja current Ratio. Niiden tarkoitus on kuvata yrityksen taloudellista suorituskykyä kannattavuuden ja maksuvalmiuden näkökulmista. ROE ja EBITDA ovat kannattavuutta kuvaavia tunnuslukuja ja current Ratio puolestaan kuvaa yrityksen maksuvalmiutta. Seuraavaksi kukin tunnusluku esitellään laskukaavoineen. On tärkeää huomata, että tunnuslukujen laskukaavat voivat poiketa toisistaan lähteestä riippuen. Tässä tutkielmassa kaikki tunnusluvut on saatu suoraan Datastream-tietokannasta, joten niiden laskukaavat on esitetty tietokannassa ilmoitettujen kaavojen mukaisesti.

ROE (*Return on Equity*) eli oman pääoman tuottoaste kuvaa tilikauden tuloksen suhdetta taseen omaan pääomaan. Se mittaa yrityksen kannattavuutta oman pääoman sijoittajan näkökulmasta. ROE on yleisesti käytetty yrityksen kannattavuutta kuvaava tunnusluku ja se mittaa yrityksen kykyä tehdä tuottoa omistajien sijoittamalla pääomalla. ROE:n riittävä taso määrittäytykin juuri omistajien sijoittamilleen rahoilleen vaatiman tuoton mukaan. (Ikäheimo, Lounasmeri & Walden 2009, 118; Kallunki & Kytönen 2007, 78). Tässä tutkielmassa ROE on laskettu seuraavan kaavan mukaan:

$$(1) \quad ROE = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Oma pääoma}}$$

Powellin ja Starkin (2005) mukaan tilikauden tulokseen sidotut tunnusluvut ovat kuitenkin helposti manipuloitavissa etenkin merkittävien liiketoimintaan liittyvien tapahtumien, kuten yrityskauppojen yhteydessä. Yleisen uskomuksen mukaan, etenkin yrityskauppojen yhteydessä, liike tulosta (*operating income*) on pidetty sopivana yrityksen taloudellista suorituskykyä kuvaavana tunnuslukuna, sillä se kuvaa yrityksen tulosta ennen manipuloitavissa olevia tuloslaskelman eriä (Barber & Lyon 1996, 361–364). Myös Healyn ym, (1992), Ghoshin (2001) ja Linnin ja Switzerin (2001) tutkimuksissa käytettiin taloudellisen suorituskyvyn mittarina liike tuloksen kaltaista tunnuslukua liiketoiminnan kassavirta (*operating cash flow*), joka oli määritelty tulokseksi ennen poistoja ja liikearvon kuluja. Tässä tutkielmassa liike tu-

loksen kaltaisena tunnuslukuna käytetään käyttökatetta eli EBITDA:a (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*), joka kuvaa tilikauden tulosta ennen rahoitustuottoja ja -kuluja, veroja, poistoja ja arvonalennuksia. Tässä tutkielmassa EBITDA on laskettu kaavalla:

$$(2) \quad EBITDA = \text{Nettotulos} - \text{Rahoitustuotot} + \text{Rahoituskulut} + \text{Verot} + \text{Poistot} + \text{Arvonalentumiset}$$

Tutkielman empiirisessä osassa on EBITDA:n arvoista otettu luonnolliset logaritmit tilastollisen analysoinnin mahdollistamiseksi. Aikaisemmissa tutkimuksissa luonnollista logaritmia on käytetty ääriarvojen poistamiseen muun muassa yrityksen kokoa mittaavissa muuttujissa (mm. Bohren & Strom 2010; Carter, Simkins & Simpson 2003).

Current ratio on yrityksen maksuvalmiutta kuvaava tunnusluku. Maksuvalmiudella tarkoitetaan yrityksen kykyä selvitä maksuistaan ajallaan ja mahdollisimman edullisesti. Maksuvalmiutta mitataan tavallisesti yrityksen likvidin varallisuuden suhteella lyhyeen vieraaseen pääomaan. Current ratiossa taseen vaihtuvia vastaavia, eli vaihto-omaisuutta ja rahoitusomaisuutta, verrataan yrityksen lyhytaikaiseen vieraaseen pääomaan. (Kinnunen, Leppiniemi, Puttonen & Virtanen 2002, 138.)

$$(3) \quad \text{Current Ratio} = \frac{\text{Vaihtuvat vastaavat}}{\text{Lyhyaikainen vieras pääoma}}$$

### 3.2 Tutkimusmenetelmä

Tutkielman empiirinen tutkimus koostuu kolmesta eri tilastollisella menetelmällä tehdystä tutkimuksesta. Aluksi tutkitaan yrityskaupan vaikutusta yrityksen arvoon lyhyellä aikavälillä niin sanotulla *event study* - eli tapahtumatutkimusmenetelmällä. Tämän jälkeen tutkitaan yrityskaupan vaikutusta yrityksen arvoon pitkällä aikavälillä. Pitkän aikavälin tutkimus toteutetaan tutkimalla osta ja pidä -sijoitusstrategialla (*buy-and-hold strategy*) saavutettavia osak-

keen epänormaaleja tuottoja. Sekä pitkän että lyhyen aikavälin tutkimuksissa on markkinoiden hintakehitystä kuvattu OMX Helsinki -hintaindeksin avulla. Kolmanneksi tutkitaan toistettujen mittausten t-testillä yrityskaupan avulla yrityskauppojen vaikutusta ostavan yrityksen suorituskykyyn edellisessä luvussa esitellyillä tunnusluvuilla mitattuna.

### 3.2.1 Yrityskaupan vaikutus taloudelliseen suorituskykyyn

Yrityskaupan vaikutuksen tutkimiseksi ostavan yrityksen suorituskykyyn pitkällä ja lyhyellä aikavälillä on kerätty tutkittujen yrityskauppojen ostavana osapuolena olevien yritysten tilinpäätöstietojen pohjalta laadittuja taloudellisia tunnuslukuja. Edellä esitetyt tunnusluvut, ROE, EBITDA ja current ratio, on kerätty kaikilta yrityksiltä yrityskauppaa edeltäneen ja kahden sitä seuranneen tilinpäätöksen osalta. Kaikilta tutkimuksessa mukana olleilta yrityksiltä ei saatu kaikkia tunnuslukuja jokaiselta tutkitulta vuodelta.

Muun muassa Healy ym. (1992) sekä Powell ja Stark (2005) pyrkivät selvittämään tutkimuksissaan, mitkä yrityskauppaa edeltäneet tekijät selittävät yrityskaupan jälkeisiä suorituskyvyn muutoksia. Tutkimuksissa selittävinä muuttujina käytettiin esimerkiksi yrityksen kokoa ja yrityskauppaa edeltänyttä suorituskykyä. Muuttujien välisiä selityksasteita on tutkimuksissa kuvattu korrelaatiokertoimilla, joiden selvittämiseen on käytetty pienimmän neliösumman (PNS) -menetelmän regressioanalyysiä (*ordinary least squares, OLS-regression*). Tässä tutkielmassa ei kuitenkaan tutkita, mitkä yrityskauppaa edeltäneet tekijät ovat vaikuttaneet ostavan yrityksen suorituskyvyn muutokseen, vaan ostavan yrityksen taloudellista suorituskykyä tutkitaan suoraan yrityskaupan vaikutuksen näkökulmasta, mistä johtuen regressioanalyysi ei sovi tämän tutkielman tutkimusmenetelmäksi.

Tässä tutkielmassa yrityskaupan vaikutusta ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn tutkitaan toistettujen mittausten t-testin avulla. Toistettujen mittausten t-testissä mitataan samaa ominaisuutta samalta populaatiolta useampaan kertaan. Tavallisesti toistomittaustestejä käytetään, kun halutaan tehdä aineiston sisästä vertailua kahdessa eri tilanteessa (Nummen-

maa 2009, 177–178). Tässä tutkielmassa toistettujen mittausten t-testissä verrataan siis yrityskauppaa edeltäneen tilinpäätöksen pohjalta laadittuja taloudellisia tunnuslukuja yrityskauppaa seuranneiden kahden tilinpäätöksen pohjalta laadittuihin tunnuslukuihin. Yrityskauppaa edeltäneitä lukuja verrataan erikseen sekä vuoden että kahden vuoden päästä laadittujen tilinpäätösten mukaisiin lukuihin. Tutkimuksen avulla saadaan selville yrityskaupan keskimääräinen vaikutus tutkittuihin tunnuslukuihin sekä vaikutuksen tilastollinen merkitsevyys.

Muun muassa Bhabran ja Huangin (2013) tutkimuksesta poiketen tässä tutkielmassa haluttiin verrata myös yrityskauppojen tehneiden yritysten suorituskkyä markkinoiden yleiseen suorituskvyn kehitykseen, jotta saadaan eriteltyä yrityskaupan vaikutus markkinoiden yleisestä kehityksestä. Yrityskauppoja tehneiden yritysten suorituskvyn vertailemiseksi markkinoiden yleiseen kehitykseen tutkitulla aikavälillä on suomalaisista pörssiyhtiöistä valittu verrokkiyrityksiksi 53 sellaista yritystä, jotka eivät ole tehneet yrityskauppoja vuosien 2008–2015 välisenä aikana. Näiden verrokkiyritysten kohdalla on haettu vuosilta 2008–2015 sattumanvaraisilta ajankohdilta kaikki samat tiedot kuin yrityskauppojen ostavana osapuolena olevilta yrityksiltä. Kullekin verrokkiyritykselle luotiin Excelin RANDBETWEEN-kaavalla kuvitteellinen tapahtumapäivä, jonka ympäriltä kerättiin tutkimuksen kannalta olennainen data. Jos jollekin yritykselle ei jostain syystä ollut saatavilla aineistoa sattumanvaraisesti valitulta päivältä, haettiin kyseiselle yritykselle uudestaan sattumanvarainen päivämäärä niin monta kertaa, että tutkielman kannalta olennainen data oli saatavilla.

Verrokkiyrityksille tehtiin samanlainen toistettujen mittausten t-testi, jolla selvitettiin, miten niiden yrityskauppoja tekemättömien yritysten suorituskky on muuttunut keskimäärin tutkitulla aikavälillä. Yrityskauppojen todellista vaikutusta tutkitaan vertaamalla ostavien yritysten ja verrokkiyritysten toistettujen mittausten t-testien tuloksia toisiinsa. Vertailussa havaittavien erojen tilastollista merkitsevyyttä testataan vielä erikseen riippumattomien otosten t-testillä. Toistettujen mittausten t-testeillä ja niiden tulosten vertailulla vastataan tutkimushypoteesiin *H4*.



### 3.2.2 Yrityskaupan vaikutus yrityksen arvoon

Tässä tutkielmassa yrityskaupan vaikutusta ostavan yrityksen arvoon tutkitaan *event study* -menetelmällä eli tapahtumatutkimuksena. Benningan (2008) mukaan tapahtumatutkimuksessa tutkitaan jonkun merkittävän tapahtuman (tässä tutkielmassa yrityskaupan) vaikutusta tutkimuksen kohteena oleviin osakemarkkinoihin. Tapahtumatutkimusta on käytetty usein tutkittaessa yrityskauppojen lyhyen aikavälin vaikutusta yrityskaupassa osallisena olevan yrityksen osakkeen arvoon (mm. Bhabra & Huang 2013; Tuch & O'Sullivan 2007). Tässä tutkielmassa lyhyen aikavälin epänormaalit tuotot lasketaan samalla tavalla kuin Bhabran ja Huangin (2013) tutkimuksessa paranneltuna Vaihekosken (2004) suosittelemalla luonnollisella logaritmillä. Osakkeen tuotto lasketaan tavallisesti jakamalla hinnan muutos lähtöhinalla, mutta rahoitusalan tutkimuksissa on kuitenkin käytetty paljon logaritmisia eli jatkuva-aikaisia tuottoja. Luonnollisen logaritmin käyttö parantaa aineiston normaali-jakautuneisuutta ja siten yksinkertaistaa sen tutkittavuutta (Vaihekoski 2004, 193–194.) Tässä tutkielmassa osakkeen tuotto (*return*) lasketaan seuraavalla kaavalla:

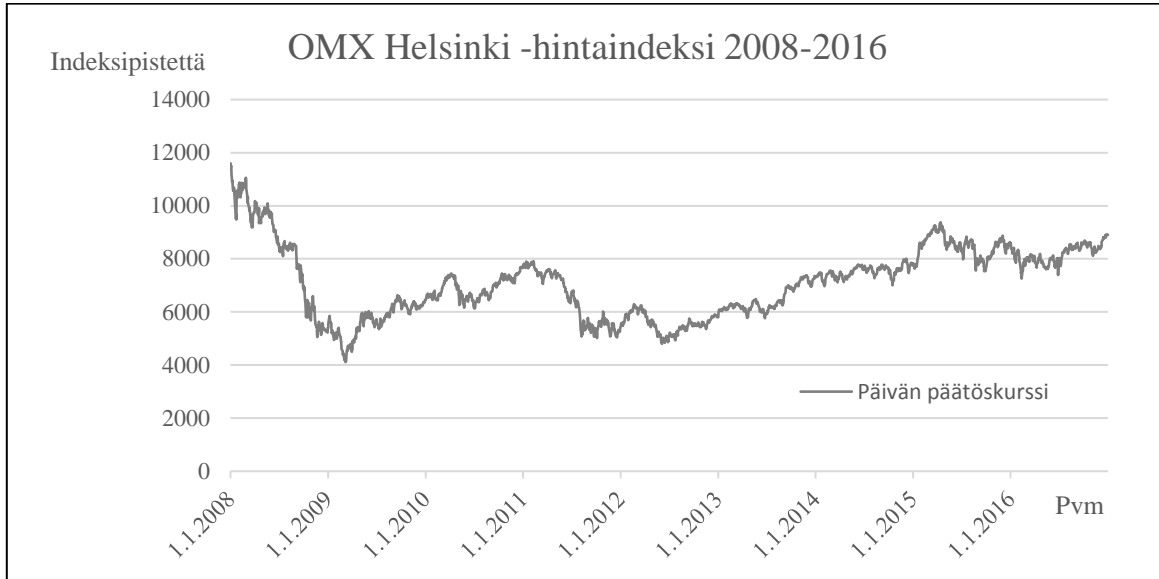
$$(4) \quad R_{it} = \ln \left( \frac{P_{it}}{P_{i(t-1)}} \right), \text{ missä}$$

$R_{it}$  on osakkeen  $i$  tuotto ajanhetkellä  $t$ .  $P_{it}$  kuvaa osakkeen  $i$  hintaa ajanhetkellä  $t$  ja  $P_{i(t-1)}$  on puolestaan osakkeen  $i$  hinta ajanhetkellä  $t - 1$  ja  $\ln$  tarkoittaa luonnollista logaritmia.

Empiirisessä tutkimuksessa käytetään markkinoiden tuottoja kuvaavana muuttujana Helsingin pörssin OMX Helsinki -hintaindeksiä. Indeksissä huomioidaan päivittäisellä tasolla kaikkien Helsingin pörssissä noteerattujen yhtiöiden osakkeilla käydyt kaupat (Kauppalehti 2017). Kuvioista 6 nähdään, miten markkinoiden hinnat ovat kehittyneet OMX Helsinki -hintaindeksin mukaan aikavälillä 2008–2016. Markkinoiden tuotto on tässä tutkielmassa laskettu Bhabran ja Huangin (2013) tutkimuksen mukaisesti Vaihekosken (2016) suosittelemilla parannuksilla kaavalla:

$$(5) \quad R_{mt} = \ln \left( \frac{P_{mt}}{P_{m(t-1)}} \right), \text{ missä}$$

$R_{mt}$  kuvaa markkinaindeksin  $m$  tuottoa ajanhetkellä  $t$ .  $P_{mt}$  on markkinaindeksin  $m$  hinta ajanhetkellä  $t$  ja  $P_{m(t-1)}$  on puolestaan indeksin  $m$  hinta ajanhetkellä  $t - 1$  ja  $\ln$  tarkoittaa luonnollista logaritmia.



**Kuvio 6.** OMX Helsinki -hintaindeksi vuosina 2008–2016

Näin ollen, osakkeen epänormaalien tuottojen (*abnormal return*) laskemisessa käytetään kaavaa:

$$(6) \quad AR_{it} = R_{it} - R_{mt}, \text{ missä}$$

$AR_{it}$  on osakkeen  $i$  epänormaalit tuotot ajanhetkellä  $t$ , jotka saadaan, kun osakkeen  $i$  tuotosta ajanhetkellä  $t$  vähennetään markkinaindeksin  $m$  tuotto ajanhetkellä  $t$ . Tutkitulla aikavälillä kertyneet kumulatiiviset epänormaalit tuotot (*cumulative abnormal return*) saadaan puolestaan laskettua kaavalla:

$$(7) \quad CAR_{iT} = AR_{it} + AR_{i(t+1)} + \dots + AR_{i(t+n)}, \text{ missä}$$

$CAR_{iT}$  kuvaa osakkeen  $i$  aikavälillä  $T$  kertyneitä epänormaaleja tuottoja. Kumulatiiviset epänormaalit tuotot kuvaavat tutkitulla aikavälillä kertyneitä epänormaaleja tuottoja yhteensä (Bhabra & Huang 2013, 195).

Lyhyen aikavälin tutkimuksessa on käytetty Bhabran ja Huangin (2013) sekä Sudarsanamin ja Mahaten (2003) tutkimuksissa käytettyä aikaväliä (-1, +1), Gregoryyn ja McCorristonin (2005) tutkimuksessa käytettyä aikaväliä (-10, +10) sekä Tuchin ja O’Sullivanin (2007) tutkimuksen pohjalta laadittua hieman pidempää aikaväliä (-1, +1kk).

Yrityskaupan vaikutusta ostavan yrityksen arvoon pitkällä aikavälillä tutkitaan myös Bhabran ja Huangin (2013) tutkimuksen mukaisella tutkimusmenetelmällä. Heidän tutkimuksessaan pitkän aikavälin epänormaaleja tuottoja tutkittiin niin sanotun osta-ja-pidä-sijoitusstrategian mukaisten epänormaalien tuottojen avulla (BHAR, *buy-and-hold abnormal returns*). Tässä tutkielmassa käytetään pitkän aikavälin tutkimuksessa kaksi vuotta yrityskaupan julkistamispäivästä eteenpäin ulottuvaa aikaväliä (0, +24kk). Pitkän aikavälin epänormaalit tuotot lasketaan vähentämällä toteutuneista tuotoista markkinaindeksin tuotto eli samaan tapaan kuin epänormaalien tuottojen laskeminen lyhyen aikavälin tutkimuksessa.

Sekä lyhyen että pitkän aikavälin epänormaalien tuottojen tilastollinen merkitsevyys testataan riippumattomien otosten t-testillä. Riippumattomien otosten t-testillä voidaan selvittää poikkeavatko kaksi toisistaan riippumatonta ryhmää toisistaan jonkin ominaisuuden suhteen (Nummenmaa 2009, 174–175). Tässä tutkielmassa tutkitaan poikkeavatko tutkimusaineiston yritysten osakkeilla saadut tuotot markkinoiden kehitystä kuvaavan OMX Helsinki hintaindeksin tuotoista. Tuottojen eroavaisuuksien, eli epänormaalien tuottojen, tilastollista merkitsevyyttä mitataan t-testillä saatavalla p-arvolla. Epänormaalien tuottojen ja t-testin avulla vastataan tutkimushypoteesiin  $H5$ .

Empiiriseen tutkimukseen valittujen aikavälien tutkimiseen on siis haettu aineistosta jokaisen yrityskaupan ostavana osapuolena toimivan yrityksen osakekurssi päiviltä -10, -1, +1, +10, +1kk ja +2 vuotta. Kyseisten päivän ollessa joku muu kuin pankkipäivä, on tutkimukseen valittu edeltävä olemassa oleva arvo. Lyhyen aikavälin tutkimuksessa aikavälit voivat siten

poiketa päivällä tai kahdella toisistaan. Tämän ei kuitenkaan katsota aiheuttavan olennaista virhettä tutkimustuloksiin. Pitkällä aikavälillä tutkitut aikavälit voivat poiketa myös toisistaan muutamalla päivällä lyhyen aikavälin tutkimuksen tavoin. Pitkän aikavälin tutkimukseen voi vaikuttaa myös muut poikkeukset, kuten karkauspäivä. On myös syytä huomata, että pitkän aikavälin tutkimuksen otos poikkeaa hieman lyhyen aikavälin tutkimuksesta. Tämä johtuu siitä, että osa tutkimukseen valituista yrityskaupoista oli tehty alle kaksi vuotta tämän tutkielman laatimista aiemmin. Näissä tapauksissa ei ollut käytettävissä aineistoa pitkän aikavälin tutkimusta varten.

### **3.2.3 Yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen vaikuttavat tekijät**

Kuten luvussa 3.1.2 esitettiin, tutkimusaineiston yrityskaupat on jaettu niiden ominaisuuksien mukaan kahteen ryhmään kolmessa eri kategoriassa, joita ovat yrityskaupan kansainvälisyys, ostavan yrityksen koko sekä yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuus. Yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen vaikuttavien tekijöiden tutkimus toteutetaan kunkin kategorian sisällä ryhmien välisenä vertailevana tutkimuksena. Vertailevaa tutkimusta varten taloudellisen suorituskyvyn sekä yrityksen arvon tutkimisessa käytetyt menetelmät toistetaan molemmille esitellyn jaon mukaiselle ryhmälle kussakin kategoriassa. Tämän jälkeen kunkin ryhmän tuloksia vertailtiin saman kategorian sisällä toisiinsa. Esimerkiksi yrityskaupan kansainvälisyyden vaikutusta yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen tutkitaan vertaamalla kotimaisten ja ulkomaisten yrityskauppojen tuloksia toisiinsa sekä taloudellisen suorituskyvyn että epänormaalien tuottojen näkökulmasta.

Vertailevan tutkimuksen avulla saadaan selville, onko kotimaisten ja ulkomaisten yrityskauppojen, suurten ja pienten yritysten tekemien yrityskauppojen sekä samalla ja eri toimialoilla toimivien yritysten välisten yrityskauppojen taloudellisessa onnistumisessa keskimäärin eroa. Tällä tutkimuksella vastataan tutkimushypoteeseihin  $H1$ ,  $H2$  ja  $H3$ .

### 3.3 Tutkimushypoteesien testaaminen

Useimmissa aikaisemmissa tutkimuksissa tutkittujen muuttujien välistä tilastollista merkitsevyyttä (sig) on tutkittu p-arvolla (mm. Bhabra & Huang 2013; Powell & Stark 2005). Heikkilän (2010) mukaan p-arvo kertoo, kuinka suuri on riski, että tutkimuksessa havaittu ero tai riippuvuus johtuu sattumasta. Toisin sanoen, kuinka suurella todennäköisyydellä vaihtoehtoinen hypoteesi on väärä (Nummenmaa 2009, 148). Mitä lähempänä p-arvon on arvoa 1,0, sitä suuremmalla todennäköisyydellä asetettu nollahypoteesi on oikein. Mitä lähempänä puolestaan p-arvo on nollaa, sitä suuremmalla todennäköisyydellä vaihtoehtoinen hypoteesi pitää paikkansa. (Nummenmaa 2009, 148–149.) Tässä tutkielmassa tilastollista merkitsevyyttä tarkastellaan Heikkilän (2014) jaon mukaisilla neljällä tasolla. Jaon mukaan testin tulos on:

- Tilastollisesti erittäin merkitsevä, jos  $p \leq 0,001$
- Tilastollisesti merkitsevä, jos  $0,001 < p \leq 0,01$
- Tilastollisesti melkein merkitsevä, jos  $0,01 \leq p \leq 0,05$
- Tilastollisesti suuntaa antava, jos  $0,05 < p \leq 0,1$

Tilastollisen tutkimuksen toteuttamiseksi tutkimushypoteesit ( $H1-H5$ ) on asetettava tilastolisten hypoteesien muotoon. Tilastollisissa testauksessa jokaisesta tutkimushypoteesista luodaan kaksi erillistä hypoteesia: nollahypoteesi ja vaihtoehtoinen hypoteesi. *Nollahypoteesi* väittää, että muuttujien välillä ei ole riippuvuutta, keskiarvojen välillä ei ole eroa tai muutosta ei ole tapahtunut. *Vaihtoehtoinen hypoteesi* eli *vastahypoteesi* puolestaan väittää, että muuttujien välillä on havaittavissa riippuvuussuhde, keskiarvoissa on eroa tai muutosta on tapahtunut. Valitulla tilastollisella tutkimusmenetelmällä testataan nollahypoteesia, joka hylätään, jos tutkimus osoittaa nollahypoteesin vääräksi. Tällöin vaihtoehtoinen hypoteesi astuu voimaan. (Heikkilä 2010, 191.) Tässä tutkielmassa p-arvon kriittinen arvo on 0,05. Kriittisellä arvolla tarkoitetaan arvoa, jossa nollahypoteesi hylätään (Nummenmaa 2009, 149; Ramachandran & Tsokos 2009, 361).

Vaikka tutkielman teoreettisessa osassa tutkimushypoteeseille ( $H1-H5$ ) oli aikaisempien tutkimusten pohjalta laadittu oletettu suunta, asetetaan tutkielman empiirisessä tutkimuksessa

vaihtoehtoiset hypoteesit ilman etukäteen oletettua suuntaa. Aikaisempien tutkimusten tulosten ristiriitaisuuden sekä aiheesta suomalaisella aineistolla toteutettujen vähäisen tutkimusten johdosta ei vaihtoehtoisia hypoteeseja voida asettaa perustellusti ennalta määritettyyn suuntaan. Näin ollen tutkimuksessa otetaan huomioon kaikki nollahypoteeseista poikkeavat tulokset.

Ensimmäinen hypoteesi ( $H1$ ) tutkii yrityskaupan kansainvälisyyden vaikutusta yrityskaupan onnistumiseen. Sille luotu nollahypoteesi ( $H0.1$ ) on se, ettei yrityskaupan kansainvälisyydellä ole vaikutusta onnistumiseen. Muun muassa Conn ym. (2005) sekä Moeller ja Schlingemann (2005) tutkimuksissa kotimaisten yrityskauppojen havaittiin onnistuvan ulkomaisia yrityskauppoja paremmin. Heidän tutkimustensa pohjalta on luotu vaihtoehtoiseksi hypoteesiksi ( $H1.1$ ) se, että yrityskaupan kansainvälisyydellä on vaikutusta sen taloudelliseen onnistumiseen.

*H0.1 Yrityskaupan kansainvälisyys ei vaikuta taloudellisesti mitattuna yrityskaupan onnistumiseen.*

*H1.1 Yrityskaupan kansainvälisyys vaikuttaa taloudellisesti mitattuna yrityskaupan onnistumiseen.*

Tämän tutkielman toisen hypoteesin ( $H2$ ) avulla tutkitaan ostavan yrityksen koon vaikutusta yrityskaupan onnistumiseen. Nollahypoteesin ( $H0.2$ ) mukaan ostavan yrityksen koolla ei ole vaikutusta yrityskaupan onnistumiseen. Moellerin ym. (2004) tutkimuksessa pienten yritysten tekemien yrityskauppojen havaittiin onnistuvan suurten yritysten tekemiä yrityskauppoja paremmin. Moellerin ym. (2004) tutkimuksen pohjalta laadittiin vaihtoehtoinen hypoteesi ( $H1.2$ ), joka olettaa ostavan yrityksen koon vaikuttavan yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen.

*H0.2 Ostavan yrityksen koko ei vaikuta taloudellisesti mitattuna yrityskaupan onnistumiseen.*

*H1.2 Ostavan yrityksen koko vaikuttaa taloudellisesti mitattuna yrityskaupan onnistumiseen.*

Kolmas yrityskaupan ominaisuuksien vaikutusta tutkiva hypoteesi (*H3*) käsittelee yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuutta. Nollahypoteesilla (*H0.3*) oletetaan, ettei yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuudella ole vaikutusta yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen. Esimerkiksi Bhabran ja Huangin (2013) sekä Kingin ym. (2003) tutkimukset osoittavat samalla toimialalla toimivien yritysten välisten yrityskauppojen onnistuvan taloudellisesti mitattuna eri toimialalla toimivien yritysten välisiä yrityskauppoja paremmin. Näiden tutkimusten pohjalta on luotu vaihtoehtoinen hypoteesi (*H1.3*), jonka mukaan yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuudella on vaikutusta yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen.

*H0.3 Yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuus ei vaikuta taloudellisesti mitattuna yrityskaupan onnistumiseen.*

*H1.3 Yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuus vaikuttaa taloudellisesti mitattuna yrityskaupan onnistumiseen.*

Tämän tutkielman neljännen hypoteesin (*H4*) avulla tutkitaan yrityskauppojen vaikutusta ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn. Nollahypoteesi (*H0.4*) olettaa, ettei yrityskaupoilla ole vaikutusta ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn. Nollahypoteesia vasten tehty vaihtoehtoinen hypoteesin (*H1.4*) mukaan yrityskaupat vaikuttavat joko positiivisesti tai negatiivisesti ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn. Vaihtoehtoinen hypoteesi on luotu muun muassa Healyn ym. (1992), Ghoshin (2001) ja Bhabran ja Huangin (2013) tutkimusten pohjalta, joiden tulokset antavat ristiriitaisen kuvan yrityskaupan vaikutuksesta taloudelliseen suorituskyykyyn.

*H0.4 Yrityskaupat eivät vaikuta ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn.*

*H1.4 Yrityskaupat vaikuttavat joko positiivisesti tai negatiivisesti ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn.*

Tämän tutkielman viides ja viimeinen hypoteesi (*H5*) käsittelee yrityskaupan vaikutusta ostavan yrityksen arvoon. Nollahypoteesin (*H0.5*) mukaan yrityskaupoilla ei ole vaikutusta os-

tavan yrityksen arvoon. Tälle on kuitenkin tehty Trautwein (1990) motiiviteorioiden ja aikaisempien tutkimusten pohjalta vaihtoehtoinen hypoteesi (*H1.5*), joka odottaa yrityskauppojen vaikuttavan joko positiivisesti tai negatiivisesti ostavan yrityksen arvoon. Motiiviteorioissa yrityskaupoilta odotetaan positiivista vaikutusta, kun taas esimerkiksi Blackin ym. (2007), Connin ym. (2005) sekä Gragoryn ja McCorristonin (2005) tutkimuksissa havaittu vaikutus on ollut negatiivinen.

*H0.5 Yrityskaupat eivät vaikuta ostavan yrityksen arvoon.*

*H1.5 Yrityskaupat vaikuttavat positiivisesti tai negatiivisesti ostavan yrityksen arvoon.*



## 4 EMPIIRISEN TUTKIMUKSEN TULOKSET

Tässä luvussa esitellään tutkielman empiirisen tutkimuksen keskeiset tulokset. Tutkimuksen aineisto koostui 99 suomalaisen pörssiyhtiön vuosina 2008–2015 tekemästä yrityskaupasta sekä niiden ostavana osapuolena olevan yrityksen tilinpäätöstietojen pohjalta laadituista tunnusluvuista ja osakekurssitiedoista. Aluksi tarkastellaan tuloksia yrityskaupan vaikutuksesta ostavan yrityksen taloudelliseen suoriutskykyyn ja sen jälkeen yrityskaupan vaikutusta ostavan yrityksen arvoon. Sekä taloudellisen suoriutskyvyn että yrityksen arvon tutkimusten tulosten yhteydessä tarkastellaan myös tuloksia yrityskaupan onnistumiseen vaikuttavien tekijöiden osalta.

### 4.1 Yrityskaupan vaikutus taloudelliseen suoriutskykyyn

Yrityskaupan vaikutusta ostavan yrityksen taloudelliseen suoriutskykyyn tutkittiin kolmen taloudellista suoriutskykyä kuvaavan tunnusluvun avulla. Taulukoissa 3 ja 4 on koottuna empiirisen tutkimuksen tulokset. Taulukoiden vasemmassa laidassa on merkittynä tutkimuksen kohteena olevat tunnusluvut ROE,  $\ln(\text{EBITDA})$  ja current ratio. Tunnuslukujen oikealla puolella on yrityskauppojen ostavana osapuolena olevien yritysten tunnuslukujen keskiarvot yrityskauppaa edeltäneeltä ja sitä seuranneelta kahdelta tilinpäätökseltä ja keskiarvojen alapuolelle on merkitty, kuinka monelta tutkitulta yritykseltä on saatu arvo kyseiselle tunnusluvulle kultakin ajanhetkeltä. Taulukoiden kohdassa *KA muutos* on ilmoitettu toistettujen mittausten t-testillä saadun vaikutuksen keskiarvo. *KA muutos* -sarakkeen vieressä oleva *p-arvo* kuvastaa havaitun vaikutuksen tilastollista merkitsevyyttä. Tilastolliset merkitsevyystasot on merkitty taulukoihin tähdillä, joiden merkitykset on määritelty taulukoiden alapuolella.

Taulukoihin on merkitty *Ennen*-sarakkeeseen keskiarvot vain lyhemmän tutkimusaikavälin otoksen osalta. Toistettujen mittausten t-testissä täytyy vertailtavien arvojen olla samalta yritykseltä, mistä johtuen *ennen*-arvoja on pidemmän aikavälin testissä yhtä monta kuin kahden

vuoden jälkeisistä tilinpäätöksistä saatuja arvoja. Koska kaikista yrityskaupoista ei ollut saatavilla kahden vuoden jälkeisiä arvoja, koostuu pidemmän aikavälin testi pienemmästä aineistosta kuin lyhyen aikavälin testi. Pidemmän aikavälin *Ennen*-arvojen keskiarvoja ei ole merkitty taulukoihin, mutta se on kuitenkin laskettavissa pidemmän aikavälin tutkimuksille *Jälkeen 2* ja *KA muutos* -sarakkeiden tietojen avulla.

**Taulukko 3.** Yrityskaupan vaikutus taloudelliseen suoriutskykyyn

A: Koko aineisto

	Ennen KA (1)	Jälkeen 1 KA (2)	Jälkeen 2 KA (3)	(1) vs (2) KA muutos p-arvo		(1) vs (3) KA muutos p-arvo	
ROE	10,42 <i>n=94</i>	6,74 <i>n=94</i>	6,31 <i>n=86</i>	-3,86	0,073	-3,04	0,256
ln(EBITDA)	9,58 <i>n=98</i>	8,42 <i>n=98</i>	8,39 <i>n=92</i>	-1,17	0,080	-1,41*	0,050
Current Ratio	1,44 <i>n=90</i>	1,40 <i>n=90</i>	1,54 <i>n=85</i>	-0,04	0,492	0,07	0,682

\* tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,05

\*\* tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,01

\*\*\* tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,001

Taulukosta 3 nähdään, että tutkittaessa yrityskaupan vaikutusta taloudelliseen suoriutskykyyn koko aineistolla, on ostavan yrityksen taloudellinen suoriutskyky heikentynyt molempina tutkittuina aikaväleinä lähes jokaisella tunnusluvulla mitattuna. Ainoastaan current ratiassa on havaittavissa positiivinen vaikutus pidemmällä tutkimusaikavälillä, mutta vaikutus ei ole tilastollisesti merkitsevä. Sen sijaan ROE:ssa ja ln(EBITDA):ssa havaitaan tilastollisesti merkitsevä negatiivinen vaikutus. Yrityskauppaa edeltävästä tilinpäätöksestä yrityskaupan jälkeiseen tilinpäätökseen ROE on pienentynyt keskimäärin 3,86 yksikköä ja ln(EBITDA) puolestaan 1,17 yksikköä. Molempien tunnuslukujen kohdalla vaikutus on tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,1. Yrityskauppojen huomataan vaikuttavan negatiivisesti ln(EBITDA):an myös pidemmällä aikavälillä. Yrityskauppaa edeltävästä tilinpäätöksestä kaksi vuotta eteenpäin jatkuvalla ajanjaksolla huomataan ln(EBITDA):n pienenevän keskimäärin 1,41 yksikköä. Havaittu vaikutus on tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,05.

Taulukossa 4 on nähtävillä tutkimusaineiston jako yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen vaikuttavien tekijöiden mukaan. Taulukon kohdassa B on aineisto jaettu yrityskaupan kansainvälisyyden mukaan, kohdassa C ostavan yrityksen koon mukaan ja kohdassa D yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuuden mukaan. *Yrityskaupan kansainvälisyydellä* ei havaita olevan suurta vaikutusta sen taloudelliseen onnistumiseen. Sekä kotimaisissa että ulkomaisissa kaupoissa havaitut vaikutukset ovat suurimmalta osin negatiivisia. Tuloksissa tilastollisesti merkitseviä vaikutuksia havaitaan ainoastaan kotimaisten yrityskauppojen osalta lyhemmän aikavälin tutkimuksessa ROE:n ja ulkomaiden yrityskauppojen pidemmän aikavälin tutkimuksessa  $\ln(\text{EBITDA})$ :n kohdalla. Kaikki muut tulokset ovat yrityskaupan kansainvälisyyden mukaan tehdyssä jaottelussa tilastollisesti merkityksettömiä.

*Ostavan yrityksen koon* huomataan vaikuttavan yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen tunnusluvulla mitattuna. Tutkimuksessa mukana olleiden suurten yritysten tekemien yrityskauppojen ei havaita vaikuttavan tilastollisesti merkitsevästi mihinkään tutkittuun tunnusluvuun kummallakaan aikavälillä. Tuloksista nähdään kuitenkin, että yrityskaupat ovat vaikuttaneet keskimääräisesti positiivisesti ROE:en ja negatiivisesti  $\ln(\text{EBITDA})$ :an. Current ratioon vaikutus on ollut hyvin vähäinen. Pienten yritysten tekemien yrityskauppojen vaikutukset ovat saaneet sekä ROE:n että  $\ln(\text{EBITDA})$ :n kohdalla tilastollista merkitsevyyttä. ROE on lyhemmällä aikavälillä laskenut tutkituilla yrityksillä keskimäärin 7,37 yksikköä ja pidemmällä aikavälillä 6,29 yksikköä. Lyhemmän aikavälin tulos on tilastollisesti merkitsevä p-arvolla 0,007 ja pidemmällä aikavälillä p-arvo 0,108 jää vain hieman tilastollisen suuntaa antavuuden yläpuolelle. ROE:lla mitattuna pienten yritysten tekemät yrityskaupat ovat siis onnistuneet taloudellisesti mitattuna merkittävästi suurten yritysten tekemiä yrityskauppoja huonommin, mikä on ristiriidassa muun muassa Moellerin ym. (2004) tutkimuksen tulosten kanssa.  $\ln(\text{EBITDA})$ :lla ja current ratiolla mitattuna ostavan yrityksen koolla ei havaita olevan juurikaan vaikutusta yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen. Tulos on samansuuntainen Agrawalin ym. (1992) tutkimuksen kanssa, jossa ei löydetty johdonmukaista eroa suurten ja pienten yritysten tekemien yrityskauppojen välillä.

#### Taulukko 4. Yrityskaupan vaikutus taloudelliseen suorituskyykyyn jaoteltuna yrityskaupan onnistumiseen vaikuttavien tekijöiden mukaan

B: Yrityskaupan kansainvälisyys

	B7. Tilyskaupin kansainvälisyys													
	Kotimainen								Ulkomainen					
	Ennen Jälkeen 1 Jälkeen 2			(1) vs (2)		(1) vs (3)		Ennen Jälkeen 1 Jälkeen 2			(4) vs (5)		(4) vs (6)	
				KA		KA					KA		KA	
	KA (1)	KA (2)	KA (3)	muutos	p-arvo	muutos	p-arvo	KA (4)	KA (5)	KA (6)	muutos	p-arvo	muutos	p-arvo
ROE	9,12 <i>n=35</i>	0,03 <i>n=35</i>	4,05 <i>n=32</i>	-9,09*	0,026	-3,7	0,540	11,19 <i>n=59</i>	10,72 <i>n=59</i>	7,65 <i>n=54</i>	-0,47	0,830	-2,64	0,272
ln(EBITDA)	8,47 <i>n=37</i>	6,15 <i>n=37</i>	8,73 <i>n=35</i>	-2,32	0,106	0,37	0,642	10,27 <i>n=61</i>	9,8 <i>n=61</i>	8,18 <i>n=57</i>	-0,47	0,462	-2,05*	0,052
Current Ratio	1,20 <i>n=30</i>	1,18 <i>n=30</i>	1,22 <i>n=29</i>	-0,02	0,814	0,03	0,721	1,58 <i>n=57</i>	1,53 <i>n=57</i>	1,73 <i>n=54</i>	-0,05	0,515	0,13	0,627

C: Ostavan yrityksen koko

	Suuri								Pieni					
	Ennen Jälkeen 1 Jälkeen 2			(1) vs (2)		(1) vs (3)		Ennen Jälkeen 1 Jälkeen 2			(4) vs (5)		(4) vs (6)	
				KA		KA					KA		KA	
	KA (1)	KA (2)	KA (3)	muutos	p-arvo	muutos	p-arvo	KA (4)	KA (5)	KA (6)	muutos	p-arvo	muutos	p-arvo
ROE	8,86 <i>n=33</i>	11,99 <i>n=33</i>	10,9 <i>n=31</i>	3,14	0,277	2,74	0,293	11,27 <i>n=61</i>	3,90 <i>n=61</i>	3,73 <i>n=55</i>	-7,37**	0,007	-6,29	0,108
ln(EBITDA)	11,95 <i>n=34</i>	11,23 <i>n=34</i>	10,68 <i>n=33</i>	-0,71	0,578	-1,24	0,400	8,33 <i>n=64</i>	6,92 <i>n=64</i>	7,1 <i>n=59</i>	-1,41	0,069	-1,51*	0,052
Current Ratio	1,30 <i>n=30</i>	1,28 <i>n=30</i>	1,36 <i>n=29</i>	-0,02	0,669	0,06	0,386	1,51 <i>n=60</i>	1,46 <i>n=60</i>	1,64 <i>n=56</i>	-0,05	0,539	0,07	0,775

D: Toimialasidonnaisuus

	Sama								Eri					
	Ennen Jälkeen 1 Jälkeen 2			(1) vs (2)		(1) vs (3)		Ennen Jälkeen 1 Jälkeen 2			(4) vs (5)		(4) vs (6)	
				KA		KA					KA		KA	
	KA (1)	KA (2)	KA (3)	muutos	p-arvo	muutos	p-arvo	KA (4)	KA (5)	KA (6)	muutos	p-arvo	muutos	p-arvo
ROE	10,65 <i>n=60</i>	6,84 <i>n=60</i>	6,73 <i>n=53</i>	-3,8	0,082	-2,84	0,354	10,02 <i>n=34</i>	6,55 <i>n=34</i>	5,65 <i>n=33</i>	-3,47	0,415	-3,35	0,505
ln(EBITDA)	9,66 <i>n=63</i>	8,61 <i>n=63</i>	8,32 <i>n=59</i>	-1,04	0,170	-1,28	0,169	9,46 <i>n=35</i>	8,07 <i>n=35</i>	8,51 <i>n=33</i>	-1,39	0,283	-1,65	0,152
Current Ratio	1,34 <i>n=59</i>	1,35 <i>n=59</i>	1,55 <i>n=55</i>	0,01	0,885	0,19	0,462	1,63 <i>n=31</i>	1,49 <i>n=31</i>	1,52 <i>n=30</i>	-0,14	0,092	-0,15	0,109

\* tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,05

\*\* tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,01

\*\*\* tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,001

Empiirisen tutkimuksen mukaan *yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuudella* ei ole juurikaan vaikutusta yrityskaupan onnistumiseen. Taulukon 3 kohdasta D nähdään, että sekä ROE:n että ln(EBITDA):n kohdalla yrityskaupan vaikutus on ollut saman toimialan sisällä ja toimialojen rajat ylittävien yrityskauppojen välillä samansuuntainen ja lähes samansuuruinen. Ainoastaan current ratiolla mitattuna huomataan toimialasidonnaisuuden vaikuttavan yrityskaupan onnistumiseen. Saman toimialan sisällä tehtyjen yrityskauppojen kohdalla se on pysynyt samalla tasolla tai noussut hieman yrityskauppaa edeltävän ja sen jälkeisten tilinpäätösten välillä. Eri toimialoilla toimivien yritysten välisten yrityskauppojen kohdalla current ratio on puolestaan laskenut molemmilla tutkituilla aikaväleillä. Lyhemmän aikavälin

tutkimuksessa current ration 0,14 yksikön lasku on tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,1, eli tilastollisesti suuntaa antava, p-arvolla 0,092.

Yrityskaupan todellisten vaikutusten erottamiseksi markkinoiden yleisestä suorituskyvyn kehityksestä on toistettujen mittausten t-testi tehty myös 53 verrokkiyrityksen suorituskvyville. Taulukko 5 on rakenteeltaan samanlainen kuin taulukko 3, jossa oli yrityskauppoja tehneiden yritysten suorituskvyä koskevat tulokset. Taulukosta 5 nähdään, että yrityskauppoja tekevässä verrokkiyrityksissä taloudellinen suorituskvy on laskenut lähes jokaisen tutkitun tunnusluvun mukaan molemmilla aikaväleillä. Ainoastaan lyhemmän aikavälin ln(EBITDA):n muutos on ollut positiivinen 0,71 yksikköä. Samalla kyseinen muutos on ainut minkäänlaista tilastollista merkitsevyyttä saanut tulos. Ln(EBITDA)n kasvu on tilastollisesti suuntaa antava p-arvon ollessa 0,086.

**Taulukko 5.** Verrokkiyritysten suorituskvyn muutos

E: Verrokkiyritykset							
	Ennen	Jälkeen 1	Jälkeen 2	(1) vs (2)		(1) vs (3)	
	KA (1)	KA (2)	KA (3)	KA muutos	p-arvo	KA muutos	p-arvo
ROE	-8,02 <i>n=53</i>	-12,96 <i>n=53</i>	-17,64 <i>n=52</i>	-4,94	0,509	-11,38	0,430
ln(EBITDA)	5,23 <i>n=53</i>	5,95 <i>n=53</i>	4,86 <i>n=53</i>	0,71	0,086	-0,37	0,743
Current Ratio	1,8 <i>n=51</i>	1,70 <i>n=51</i>	1,61 <i>n=51</i>	-0,10	0,437	-0,20	0,141

\* tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,05

\*\* tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,01

\*\*\* tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,001

Taulukkoon 6 on kerätty yrityskauppoja tehneiden yritysten ja verrokkiyritysten välisen riippumattomien otosten t-testin tulokset. Kunkin tutkitun tunnusluvun kohdalla on verrattu erikseen lyhemmän ja pidemmän aikavälin tuloksia tutkimusaineiston ja verrokkiyritysten tulosten välillä. Taulukosta 6 nähdään, että ainoa tilastollista merkitsevyyttä saava ero yrityskaupan ostavien osapuolien ja verrokkiyritysten kokemien suorituskvyn muutosten välillä on

lyhemmän aikavälin ln(EBITDA). Tutkimustulosten mukaan yrityskauppoja tehneiden yritysten ln(EBITDA) on lyhemmällä aikavälillä laskenut keskimäärin 1,87 yksikköä enemmän kuin verrokkiyrityksillä. Muiden tunnuslukujen kohdalla ei ole havaittu tilastollisesti merkitsevää vaikutusta.

#### Taulukko 6. Yrityskaupan vaikutus suorituskykyyn verrokkiyrityksiin verrattuna

F: Koko aineisto vs. verrokkiyritykset

	Koko aineisto muutos 0-1 KA (1)	Koko aineisto muutos 0-2 KA (2)	Verrokkiyritykset muutos 0-1 KA (3)	Verrokkiyritykset muutos 0-2 KA(4)	(1) vs (3) Ero KA p-arvo		(2) vs (4) Ero KA p-arvo	
ROE	-3,68 <i>n=94</i>	-3,04 <i>n=86</i>	-4,94 <i>n=53</i>	-11,38 <i>n=52</i>	1,26	0,871	8,34	0,569
ln(EBITDA)	-1,16 <i>n=98</i>	-1,41 <i>n=92</i>	0,71 <i>n=53</i>	-0,37 <i>n=53</i>	-1,87*	0,017	-1,04	0,431
Current Ratio	-0,04 <i>n=89</i>	0,07 <i>n=85</i>	-0,10 <i>n=51</i>	-0,20 <i>n=51</i>	0,06	0,665	0,27	0,211

\* tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,05

\*\* tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,01

\*\*\* tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,001

## 4.2 Yrityskauppojen vaikutus yrityksen arvoon

Yrityskaupan vaikutusta ostavan yrityksen arvoon tutkittiin neljällä eri aikaikkunalla (-1, +1), (-10, +10), (-1, +1kk) ja (-1, +2v). Tutkimuksen tulokset on koottu taulukoihin 7 ja 8. Taulukoiden vasemmassa laidassa on tutkittu aikaväli ja sen vieressä yrityskauppojen ostavana osapuolena olevien yritysten osakkeiden ja markkinaindeksin keskimääräiset tuotot tutkitulta aikaväliltä. Keskiarvojen alle on merkitty, kuinka monesta osakkeen tai indeksin hintatiedosta tutkimus on koostunut. Taulukoiden keskikohdan oikealla puolella on ostavan yrityksen osakkeen keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot tutkitulta aikaväliltä ja oikeassa laidassa on ilmoitettu keskimääräisten kumulatiivisten epänormaalien tuottojen tilastollinen merkitsevyys t- ja p-arvoilla. Kumulatiivisten epänormaalien tuottojen merkitsevyystasot on merkitty taulukoihin tähdillä, joiden merkitykset on määritelty taulukoiden alla.

**Taulukko 7.** Yrityskaupan vaikutus yrityksen arvoon

A: Koko aineisto

	Osakkeen tuotto	Indeksin tuotto	Epänormaali tuotto	(1) vs (2)	
	KA (1)	KA (2)	KA (3)	t-arvo	p-arvo
(-1, +1)	1,64 % <i>n</i> =99	-0,23 % <i>n</i> =99	1,88 %***	3,25	0,001
(-10, +10)	0,84 % <i>n</i> =99	-0,49 % <i>n</i> =99	1,32 %	1,41	0,160
(-1, +1kk)	1,49 % <i>n</i> =99	0,11 % <i>n</i> =99	1,37 %	0,92	0,357
(-1, +2v)	-8,82 % <i>n</i> = 82	1,93 % <i>n</i> =82	-10,75 %	1,86	0,065

\* tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,05

\*\* tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,01

\*\*\* tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,001

Taulukosta 7 nähdään, että lyhyellä aikavälillä tutkittaessa yrityskauppojen ostavana osapuolena olevat yritykset ovat saaneet positiivisia epänormaaleja tuottoja. Julkistamispäivän ympärillä, aikavälillä (-1, +1), ostavana osapuolena oleva yritys on kokenut keskimäärin 1,88 prosentin suuruiset positiiviset epänormaalit tuotot. Tulos on tilastollisesti erittäin merkitsevä p-arvon ollessa 0,001. Aikaväleillä (-10, +10) sekä (-1, +1kk) yrityskaupan ostavat osapuolet ovat saaneet keskimäärin tilastollisesti merkityksettömiä 1,32 ja 1,37 prosentin epänormaaleja tuottoja. Pitkällä aikavälillä (-1, +2v) yrityskaupan ostavana osapuolena toimineet yritykset ovat kokeneet tilastollisesti suuntaa antavia epänormaaleja tuottoja. Markkinaindeksiin verrattuna kumulatiiviset epänormaalit tuotot ovat keskimäärin jopa -10,75 prosenttia.

Yrityskaupan onnistumiseen vaikuttavien tekijöiden tulokset on yrityksen arvon tutkimuksen osalta taulukon 8 kohdissa B, C ja D. Taulukon kohdasta B nähdään, että *yrityskaupan kansainvälisyydellä* on huomattava vaikutus yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen etenkin lyhyen aikavälin tarkastelussa. Kotimaiset kaupat ovat tuottaneet lyhyellä aikavälillä aikaikkunassa (-1, +1) tilastollisesti merkitsevät 2,70 prosentin ja aikaikkunassa (-1, +1kk) jopa 4,58 prosentin positiiviset epänormaalit tuotot. Ulkomaisissa yrityskaupoissa ainoa minkäänlaista tilastollista merkitsevyyttä saanut tutkimusaikaväli on julkistamispäivän ympärillä aikaikkunassa (-1, +1), jossa yrityskaupan ostava osapuoli on saanut keskimäärin 1,36 prosentin positiivisen epänormaalit tuoton. Myös pitkällä aikavälillä kotimaiset yrityskaupat ovat

onnistuneet ulkomaisia paremmin, vaikkei kummankaan kohdalla tuloksissa ollut tilastollista merkitsevyyttä. Kotimaiset yrityskaupat ovat tuottaneet keskimäärin -8,66 prosentin ja ulkomaiset keskimäärin -12,09 prosentin epänormaalit tuotot. Ulkomaisten yrityskauppojen pitkän aikavälin tulosten p-arvo on 0,119, joka jää vain hieman tilastollisen suuntaa antavuuden ulkopuolelle.

Tutkituista yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen vaikuttavista tekijöistä myös *ostavan yrityksen koon* huomataan olevan merkittävässä roolissa. Taulukon 8 kohdasta C on havaittavissa, että suurten yritysten tekemät yrityskaupat eivät tuottaneet millään tutkitulla aikavälillä tilastollisesti merkitseviä tuloksia. Lyhyellä aikavälillä yrityskaupan vaikutus suuriin yrityksiin on kahdella kolmesta tutkitusta aikaikkunasta negatiivinen ja pitkällä aikavälillä epänormaalit tuotot ovat -9,90 prosenttia. Pienten yritysten tekemät yrityskaupat ovat sen sijaan vaikutuksiltaan lyhyellä aikavälillä kaikkien tutkittujen aikaikkunoiden osalta positiivisia. Julkistamispäivän epänormaalit tuotot ovat 3,19 prosenttia p-arvolla 0,000, eli tulos on tilastollisesti erittäin merkitsevä.

Myös aikavälillä (-1, +1kk) pienten yritysten kokemat epänormaalit tuotot ovat tilastollisesti merkitsevästi positiivisia. Tuolta aikaväliltä positiivinen epänormaali tuotto on ollut keskimäärin 3,63 prosenttia. Pitkällä aikavälillä tutkittaessa myös pienten yritysten tekemät yrityskaupat ovat suurten yritysten tavoin epänormaaleilta tuotoiltaan negatiivisia. Tutkitulla aineistolla epänormaalit tuotot ovat olleet keskimäärin -11,17 prosenttia p-arvolla 0,117. Tulos jää tilastolliselta merkitsevyydeltään hieman määriteltujen rajojen mukaisen tilastollisesti suunta antavan rajan ulkopuolelle, mutta se on kuitenkin syytä huomioida tuloksia tulkittaessa.



**Taulukko 8.** Yrityskaupan vaikutus ostavan yrityksen arvoon jaoteltuna yrityskaupan onnitumiseen vaikuttavien tekijöiden mukaan

B: Yrityskaupan kansainvälisyys

	Kotimainen					Ulkomainen				
	Osakkeen tuotto	Indeksin tuotto	Epänormaali tuotto	(1) vs (2)		Osakkeen tuotto	Indeksin tuotto	Epänormaali tuotto	(4) vs (5)	
	KA (1)	KA (2)	KA (3)	t-arvo	p-arvo	KA (4)	KA (5)	KA (6)	t-arvo	p-arvo
(-1, +1)	2,21 % <i>n=38</i>	-0,48 % <i>n=38</i>	2,70 %**	2,73	0,009	1,29 % <i>n=61</i>	-0,08 % <i>n=61</i>	1,36 %	1,93	0,057
(-10, +10)	1,23 % <i>n=38</i>	-0,62 % <i>n=38</i>	1,85 %	1,29	0,201	0,59 % <i>n=61</i>	-0,40 % <i>n=61</i>	0,99 %	0,80	0,425
(-1, +1kk)	4,84 % <i>n=38</i>	0,26 % <i>n=33</i>	4,58 %*	2,18	0,033	-0,60 % <i>n=61</i>	0,02 % <i>n=61</i>	-0,62 %	-0,31	0,756
(-1, +2v)	-4,05 % <i>n=32</i>	4,61 % <i>n=32</i>	-8,66 %	-0,99	0,32	-11,87 % <i>n=50</i>	0,21 % <i>n=50</i>	-12,09 %	1,58	0,119

C: Ostavan yrityksen koko

	Suuri					Pieni				
	Osakkeen tuotto	Indeksin tuotto	Epänormaali tuotto	(1) vs (2)		Osakkeen tuotto	Indeksin tuotto	Epänormaali tuotto	(4) vs (5)	
	KA (1)	KA (2)	KA (3)	t-arvo	p-arvo	KA (4)	KA (5)	KA (6)	t-arvo	p-arvo
(-1, +1)	0,74 % <i>n=34</i>	0,12 % <i>n=34</i>	-0,63 %	-1,03	0,306	2,90 % <i>n=65</i>	-0,29 % <i>n=65</i>	3,19 %***	4,10	0,000
(-10, +10)	-0,57 % <i>n=34</i>	-0,83 % <i>n=34</i>	0,26 %	0,18	0,855	1,57 % <i>n=65</i>	-0,30 % <i>n=65</i>	1,88 %	1,55	0,123
(-1, +1kk)	-4,46 % <i>n=34</i>	-1,52 % <i>n=34</i>	-2,93 %	-1,18	0,243	4,60 % <i>n=65</i>	0,97 % <i>n=65</i>	3,63 %*	2,08	0,040
(-1, +2v)	-9,18 % <i>n=27</i>	0,72 % <i>n=27</i>	-9,90 %	-0,96	0,342	-8,64 % <i>n=55</i>	2,53 % <i>n=55</i>	-11,17 %	-1,58	0,117

D: Toimialasidonnaisuus

	Sama					Eri				
	Osakkeen tuotto	Indeksin tuotto	Epänormaali tuotto	(1) vs (2)		Osakkeen tuotto	Indeksin tuotto	Epänormaali tuotto	(4) vs (5)	
	KA (1)	KA (2)	KA (3)	t-arvo	p-arvo	KA (4)	KA (5)	KA (6)	t-arvo	p-arvo
(-1, +1)	1,07 % <i>n=64</i>	-0,20 % <i>n=64</i>	1,27 %*	2,08	0,041	2,70 % <i>n=35</i>	-0,28 % <i>n=35</i>	2,99 %*	2,53	0,015
(-10, +10)	0,60 % <i>n=64</i>	-0,82 % <i>n=64</i>	1,41 %	1,18	0,242	1,27 % <i>n=35</i>	0,12 % <i>n=35</i>	1,16 %	0,77	0,442
(-1, +1kk)	-0,63 % <i>n=64</i>	-0,29 % <i>n=64</i>	-0,34 %	-0,18	0,858	5,36 % <i>n=35</i>	0,85 % <i>n=35</i>	4,51 %*	2,01	0,049
(-1, +2v)	-8,90 % <i>n=51</i>	2,99 % <i>n=51</i>	-11,88 %	1,61	0,111	-8,70 % <i>n=31</i>	0,19 % <i>n=31</i>	-8,89 %	-0,93	0,353

\* tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,05

\*\* tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,01

\*\*\* tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,001

Yrityskaupan kansainvälisyyden ja ostavan yrityksen koon tavoin myös *yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuuden* huomataan vaikuttavan yrityskaupan taloudelliseen onnitumiseen. Kuten taulukon 8 kohdasta D nähdään, eri toimialoilla toimivien yritysten väliset

yrityskaupat yltävät lyhyellä aikavälillä, aikaikkunassa (-1, +1kk), jopa 4,51 prosentin tilastollisesti merkitseviin positiivisiin epänormaaleihin tuottoihin. Myös julkistamispäivän ympärillä epänormaalit tuotot ovat 2,99 prosentin verran positiiviset. Samalla toimialalla toimivien yritysten välisissä yrityskaupoissa ainoat tilastollista merkitsevyyttä saavat tulokset ovat julkistamispäivän lähetyvillä aikaikkunassa (-1, +1) tulleet 1,27 prosentin positiiviset epänormaalit tuotot. Pitkän aikavälin tutkimuksissa, aikaikkunalla (-1, +2v), niin saman toimialan väliset (-11,88 %) kuin eri toimialoille ulottuvat yrityskaupat (-8,89 %) ovat tuottaneet merkittäviä negatiivisia epänormaaleja tuottoja. Kumpikaan tuloksista ei ole p-arvonsa puolesta tilastollisesti merkitsevä, mutta saman toimialan sisäisten kauppajen tulos jää vain hieman tilastollisen suuntaa antavuuden rajasta p-arvon ollessa 0,111.

### 4.3 Yhteenveto keskeisistä empiirisistä tuloksista

Tutkielman empiirisen tutkimuksen tulokset osoittavat, että yrityskaupan vaikutus ostavan yrityksen taloudellinen suorituskykyyn on negatiivinen tai tilastollisesti merkityksetön kaikilla mitatuilla tunnusluvuilla yrityskauppaa edeltäneen ja sitä seuranneiden tilinpäätösten vertailussa. Yrityskaupan vaikutus lyhemmällä aikavälillä tunnusluvuilla ROE ja  $\ln(\text{EBITDA})$  mitattuna on tilastollisesti suuntaa antavasti negatiivinen. Myös pidemmällä aikavälillä vaikutukset kyseisiin tunnuslukuihin ovat negatiivisia ja  $\ln(\text{EBITDA})$ :a koskeva tulos on tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,05.

Yrityskauppoja tekemättömiin verrokkiyrityksiin verrattuna yrityskaupat vaikuttavat sekä positiivisesti että negatiivisesti ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. ROE:lla ja current ratiolla mitattuna yrityskaupat vaikuttavat positiivisesti yritysten taloudelliseen suorituskykyyn molemmilla tutkituilla aikaväleillä. Ainoa tilastollisesti merkitsevä vaikutus yrityskauppojen ostavan osapuolen ja verrokkiyritysten välillä havaittiin lyhemmän aikavälin tutkimuksessa tunnusluvulla  $\ln(\text{EBITDA})$ , joka laskee keskimäärin 1,87 yksikköä enemmän kuin tutkimuksen verrokkiyrityksillä. Myös pidemmän aikavälin vaikutus  $\ln(\text{EBITDA})$ :n on negatiivinen, mutta tulos ei ole tilastollisesti merkitsevä.

Kuten edellä on todettu, havaitut negatiiviset vaikutukset eivät kuitenkaan olleet tilastollisesti merkitseviä muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta. Yrityskauppojen havaittiin kuitenkin vaikuttavan sekä tutkittujen aikavälien välillä että verrokkiyrityksiin verrattuna tilastollisesti merkitsevällä tasolla  $p \leq 0,05$ . Tutkimuksen tulosten pohjalta voidaan siis todeta, että yritys-kaupoilla on sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä tilastollisesti negatiivinen vaikutus yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn. Näin ollen tutkimushypoteesin  $H4$  nollahypoteesi  $H0.4$  hylätään.

Tutkittaessa yrityskauppojen vaikutusten ostavan yrityksen arvoon, havaitaan ostavien yritysten osakkeiden tuottavan merkittäviä epänormaaleja tuottoja markkinan yleisiin tuottoihin verrattuna. Havaitut epänormaalit tuotot ovat lyhyellä aikavälillä positiivisia ja pitkällä aikavälillä negatiivisia. Lyhyellä aikavälillä, aikaikkunalla  $(-1, +1)$ , yrityskaupat tuottavat keskimäärin 1,88 prosentin tilastollisesti erittäin merkitsevät positiiviset epänormaalit tuotot. Muilla tutkituilla lyhyen aikavälin aikaikkunoilla epänormaalit tuotot olivat positiivisia, mutta eivät kuitenkaan tilastollisesti merkityksellisiä. Pitkällä aikavälillä yrityskaupat tuottavat tutkimuksen mukaan keskimäärin jopa 10,75 prosentin negatiiviset epänormaalit tuotot, jotka ovat tilastollisesti suuntaa antavat  $p$ -arvolla 0,065.

Tutkimuksen perusteella voidaan siis todeta yrityskauppojen vaikuttavan yritysten arvoon tilastollisesti merkitsevästi lyhyellä ja tilastollisesti suuntaa antavasti pitkällä aikavälillä. Lyhyen aikavälin tilastollinen merkitsevyys rikkoo tutkimukselle asetetun kriittisen rajan, minkä seurauksena tutkimushypoteesin  $H5$  nollahypoteesi  $H0.5$  hylätään.

Kun tulokset jaoteltiin yrityskaupan kansainvälisyyden, ostavan yrityksen koon ja yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuuden mukaan, huomattiin sekä taloudellisessa suorituskyykyssä että etenkin yrityksen arvoa mittaavissa epänormaaleissa tuotoissa eroja eri ryhmien välillä. Yrityskaupan kansainvälisyyden mukaan jaetuissa yrityksen suorituskyykyä kuvaavissa tuloksissa kotimaiset yritykset onnistuvat ROE:lla mitattuna ulkomaisia yrityskauppoja paremmin. Tulokset olivat kuitenkin päinvastaiset  $\ln(\text{EBITDA})$ :lla mitattuna.

Epänormaaleilla tuotoilla mitattuna yrityskaupan kansainvälisyydellä havaittiin selkeämpi vaikutus yrityskauppojen onnistumiseen. Kotimaiset yrityskaupat tuottivat jokaisella tutkitulla aikaikkunalla, niin pitkällä kuin lyhyelläkin aikavälillä, ulkomaisia yrityskauppoja parempia epänormaaleja tuottoja. Koska sekä yrityksen suorituskyvyllä että epänormaaleilla tuotoilla mitattuna yrityskaupan kansainvälisyydellä oli merkittävä vaikutus yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen, voidaan tutkimushypoteesin  $H1$  nollahypoteesi  $H0.1$  hylätä.

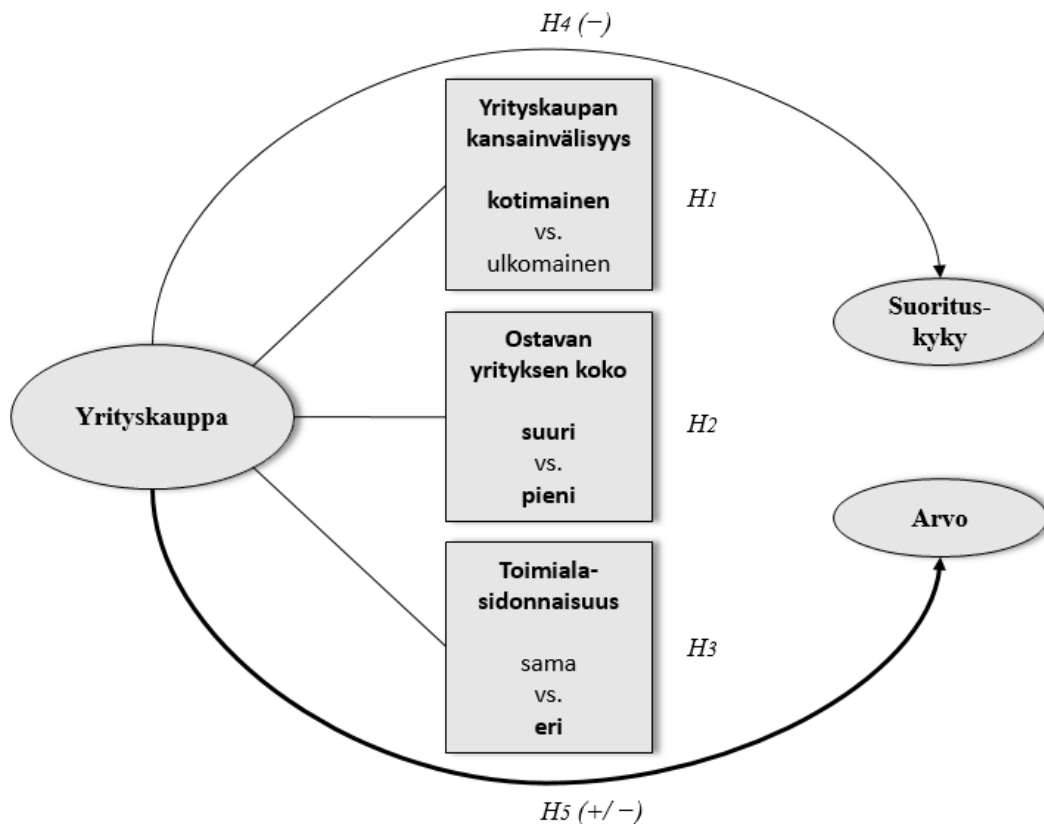
Suorituskyvyllä mitattuna suurin ero yrityskaupan onnistumiseen vaikuttavissa tekijöissä havaittiin ostavan yrityksen koon mukaan jaetussa aineistossa. Pienten yritysten tekemät yrityskaupat menestyivät kahdella kolmesta tutkitusta tunnusluvusta suurten yritysten tekemiä yrityskauppoja heikommin. Myös epänormaaleilla tuotoilla mitattuna ostavan yrityksen koon huomattiin vaikuttavan selvästi yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen. Pienten yritysten tekemät yrityskaupat saavuttivat julkistamispäivän ympärillä keskimäärin tilastollisesti erittäin merkitsevät 3,19 prosentin epänormaalit tuotot. Muillakin tutkituilla lyhyen aikavälin aikaikkunoilla pienten yritysten tekemät yrityskaupat onnistuivat taloudellisesti suurten yritysten tekemiä yrityskauppoja paremmin.

Ostavan yrityksen koon vaikutus yrityskaupan onnistumiseen riippuu siis käytetystä tutkimusmenetelmästä ja tutkituista muuttujista. Suorituskyvyllä mitattuna suurten yritysten tekemät yrityskaupat onnistuivat paremmin ja yrityksen arvolla mitattuna puolestaan pienten yritysten tekemät olivat onnistuneempia. Joka tapauksessa ostavan yrityksen koolla on vaikutusta yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen, mistä johtuen tutkimushypoteesin  $H2$  nollahypoteesi  $H0.2$  hylätään.

Tutkimuksen mukaan yrityskaupan toimialasidonnaisuudella ei ole olennaista vaikutusta yrityskaupan onnistumiseen taloudellisen suorituskykyyn tunnusluvuilla mitattuna. Sen sijaan epänormaaleilla tuotoilla tutkittaessa myös yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuudella havaittiin olevan merkittävä vaikutus yrityskaupan onnistumiseen. Samalla toimialalla toimivien yritysten väliset yrityskaupat onnistuivat taloudellisesti mitattuna lähes jokaisella tutkitulla aikaikkunalla eri toimialoilla toimivien yritysten välisiä yrityskauppoja heikommin. Epänormaalit tuotot olivat julkistamispäivän ympärillä sekä saman että eri toimialojen

välisten yrityskauppojen kohdalla tilastollisesti merkitsevästi positiivisia, mutta suurempia eri toimialalle kohdistuvissa yrityskaupoissa. Merkittävin ero toimialasidonnaisuuden mukaan jaetulla aineistolla oli aikaikkunassa (-1, +1kk), jossa eri toimialoilla toimivien yritysten väliset yrityskaupat saavuttivat keskimäärin lähes viisi prosenttia suuremmat epänormaalit tuotot.

Yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuudella on siis yrityksen arvoa mittaavien epänormaalien tuottojen mukaan vaikutusta yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen. Näin ollen tutkimushypoteesin  $H3$  mukainen nollahypoteesi  $H0.3$  hylätään.



**Kuvio 7.** Empiirisen tutkimuksen tulokset

Kuvioon 6 on koottu tutkimuksen tulokset visuaaliseen muotoon. Yrityskaupan vaikutuksen voimakkuutta ostavan yrityksen suorituskykyyn ja arvoon kuvataan nuolen paksuudella. Mitä voimakkaampi tutkimuksessa havaittu vaikutus on, sitä paksumpi viiva. Vaikutuksen

suuntaa on havainnollistettu plus- (+) ja miinusmerkeillä (-). Plusmerkki kuvaa positiivista vaikutusta ja miinusmerkki negatiivista vaikutusta. Koska yrityskaupat vaikuttavat lyhyellä aikavälillä positiivisesti ja pitkällä aikavälillä negatiivisesti ostavan yrityksen arvoon, on kuvioon merkitty sekä plus- että miinusmerkki. Yrityksen taloudelliseen onnistumiseen vaikuttavien tekijöiden kohdalla on kustakin kategoriasta lihavoitu paremmin onnistunut ryhmä. Esimerkiksi yrityskaupan kansainvälisyyden huomattiin vaikuttavan siten, että kotimaiset kaupat onnistuvat taloudellisesti mitattuna paremmin, kun otettiin huomioon sekä yrityksen suorituskyvyn että arvon tutkimukset. Ostavan yrityksen koon kohdalla molemmat ryhmät, sekä suuri että pieni, on lihavoitu, koska tutkimuksen mukaan suuret yritykset onnistuivat suorituskyvyn mittarien mukaan paremmin ja pienet yritykset olivat puolestaan epänormaalien tuottojen valossa onnistuneempia.

## 5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Viimeisten vuosikymmenien aika yrityskauppojen suosio yritysjohton strategisena työkaluna on kasvanut selvästi. Yrityskauppojen vaikutusten mahdollisesta pitkäkestoisuudesta ja laaja-alaisuudesta huolimatta, ovat yhä useammat yritykset nimenneet juuri yrityskaupat tärkeimmäksi strategiseksi kasvun ja menestyksen saavuttamiseksi. Yrityskaupoista tehdyt tutkimukset ovat tarjonneet erilaisia ja osittain ristiriitaisia tuloksia yrityskauppojen vaikutuksista yritysten taloudelliseen suorituskykyyn ja arvoon. Vaikka kaikkia osapuolia tyydyttävää ja täysin tyhjentävää vastausta yrityskauppojen kannattavuudesta ei ole vielä saatu, on yrityskauppojen lukumäärä ja suosio jatkanut kasvuaan maailmanlaajuisesti. (Andrade ym. 2001, 118; Bhabra & Huang 2013; Fuller ym. 2002, 1763.)

Tässä tutkielmassa tutkittiin yrityskauppojen vaikutusta ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn ja arvoon. Tutkimuksen tavoite oli kaksijakoinen: Ensinnäkin tavoitteena oli tutkia suomalaisten pörssiyhtiöiden vuosina 2008–2015 tekemien yrityskauppojen vaikutusta ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn ja arvoon. Tutkielman toisena tavoitteena oli tutkia aikaisemmissa tutkimuksissa (mm. Conn ym. 2005; Moeller ym. 2004) esiteltyjen yrityskaupan onnistumiseen vaikuttavien tekijöiden vaikutusta suomalaisten yritysten tekemien yrityskauppojen taloudelliseen onnistumiseen. Tutkimusaineisto koostui lopulta 99:stä suomalaisen pörssiyhtiön tekemästä yrityskaupasta sekä niiden ostavana osapuolena toimineen yrityksen taloudellisista tiedoista. Yrityskaupan vaikutusta taloudelliseen suorituskykyyn tutkittiin ostavan yrityksen tilinpäätösten pohjalta laadittujen tunnuslukujen avulla ja vaikutusta ostavan yrityksen arvoon puolestaan ostavan yrityksen osakkeen hinnan muutoksesta syntyvien epänormaalien tuottojen avulla.

Ostavan yrityksen suorituskykyyn kohdistuneiden vaikutusten tutkimukseen valittuja tunnuslukuja olivat oman pääoman tuottoaste (ROE), tulos ennen rahoituseriä, veroja, poistoja ja arvonalentumisia (EBITDA) sekä yrityksen maksuvalmiutta kuvaava current ratio. Tutkimus toteutettiin toistettujen mittauksen t-testillä, jossa yrityskauppaa edeltäneen tilinpäätök-

sen pohjalta laadittuja tunnuslukuja verrattiin erikseen seuraavan ja sitä seuraavan tilinpäätöksen mukaisiin tunnuslukuihin. Lisäksi suorituskyyvyssä havaittuja vaikutuksia tutkittiin vertaamalla tilinpäätösten välisiä eroja markkinoiden yleistä kehitystä kuvaavien verrokkiyrityksien vastaaviin tunnuslukuihin. Verrokkiyritysten ja tutkittavien yrityskauppojen ostavien yritysten välisen riippumattomien otosten t-testin avulla saatiin tutkittua yrityskauppojen todellista vaikutusta markkinoiden yleiseen kehitykseen verrattuna.

Yrityskaupan vaikutusta yrityksen arvoon tutkittiin puolestaan neljällä eri aikaikkunalla (-1, +1), (-10,+10), (-1, +1kk) ja (-1, +2v), joista kolme ensimmäistä tutkii vaikutusta lyhyellä aikavälillä ja neljäs pitkällä aikavälillä. Lyhyen aikavälin tutkimus toteutettiin *event study* - eli tapahtumatutkimusmenetelmällä. Pitkän aikavälin epänormaaleja tuottoja tutkittiin osta ja pidä -sijoitusstrategian mukaisten tuottojen avulla. Molemmissa sekä lyhyen että pitkän aikavälin tutkimuksissa kunkin yrityksen osakkeen hinnan muutoksesta syntynyttä tuottoa verrattiin kullakin aikaikkunalla markkinoiden yleistä hintakehitystä kuvaavaan OMX Helsinki -hintaindeksiin mukaisiin tuottoihin. Havaittujen epänormaalien tuottojen tilastollinen merkitsevyys selvitettiin riippumattomien otosten t-testin avulla.

Tutkimuksessa ostavien yritysten suorituskyyvyyn ei havaittu paranevan kummallakaan aikavälillä tai tutkimustavalla. Päinvastoin, tutkimuksen perusteella yrityskaupan ostavana osapuolena olevien yritysten suorituskyyvy heikkeni tai pysyi kutakuinkin ennallaan niin tilinpäätösten välisessä kuin myös verrokkiyrityksiin tehtävissä vertailuissa. Koska aikaisempien tutkimusten tulokset yrityskauppojen vaikutuksista ostavan yrityksen suorituskyyvyyn ovat ristiriitaisia, ovat tämän tutkimuksen tulokset osittain eriäviä ja osittain samansuuntaisia niiden kanssa. Tutkimuksen tulokset ovat ristiriidassa muun muassa Healyn ym. (1992) ja Ghoshin (2001) tutkimusten kanssa, joissa yrityskauppojen havaittiin vaikuttavan positiivisesti ostavan yrityksen suorituskyyvyyn. Samansuuntaisia tuloksia suorituskyyvy heikkeneemisestä ovat puolestaan saaneet muun muassa Bhabran ja Huangin (2013) sekä Kingin ym. (2003).

Tutkimuksessa havaittiin yrityskauppojen vaikuttavan selkeämmin yrityksen arvoon kuin sen taloudelliseen suorituskyyvyyn. Niin lyhyellä kuin pitkälläkin aikavälillä yrityskauppojen



havaittiin aikaansaavan merkittäviä epänormaaleja tuottoja, vaikkakin keskenään erisuuntaisia. Lyhyellä aikavälillä epänormaalit tuotot olivat pääsääntöisesti positiivisia ja pitkällä aikavälillä negatiivisia. Etenkin yrityskaupan julkistamispäivän ympärillä havaittiin merkittäviä epänormaaleja tuottoja. Samansuuntaisia tuloksia julkistamispäivän epänormaaleista tuotoista ovat aikaisemmissa tutkimuksissa saaneet muun muassa Bhabra ja Huangin (2013) sekä King ym. (2003). Muut lyhyen aikavälin tutkimuksessa käytettyjen aikaikkunoiden mukaiset epänormaalit tuotot ovat kuitenkin ristiriidassa aikaisemman tutkimusten enemmistön kanssa (mm. Tuch & O’Sullivan 2007; Gregory & McCorriston 2005), jonka mukaan yrityskauppojen vaikutukset ovat olleet keskimäärin negatiivisia tai tilastollisesti merkityksettömiä. Julkistamispäivän ympäriltä saatujen tulosten tavoin myös pitkän aikavälin tutkimuksella saadut tulokset saavat tukea aikaisemmista tutkimuksista, sillä muun muassa Black ym. (2007), Conn ym. (2005), Gregory (1997), Gregory ja McCorristoni (2005) sekä Sudarsanam ja Mahate (2003) huomasivat yrityskauppojen jälkeisten epänormaalien tuottojen kääntyvän selvästi negatiivisiksi.

Yrityskaupan onnistumiseen vaikuttavien tekijöiden mukaan jaetussa aineistossa huomattiin joidenkin tekijöiden vaikuttavan selvästi toisia enemmän. *Yrityskaupan kansainvälisyyden* mukaan kotimaisiin ja ulkomaisiin kauppoihin tehdyllä jaon oletettiin aikaisemmassa tutkimuskirjallisuudessa vaikuttavan yrityskaupan onnistumiseen. Ulkomaisiin yrityskauppoihin liittyvien kulttuurieroista ja maantieteellisestä etäisyydestä aiheutuvien haasteiden takia kotimaisten yrityskauppojen on ajateltu onnistuvan paremmin. (Moeller & Schlingemann, 2005.) Yrityskaupan kansainvälisyydellä ei kuitenkaan havaittu merkittävää vaikutusta yrityskaupan onnistumiseen taloudellisella suorituskyvillä mitattuna. Tutkimustulokset vaihtelivat käytetyn tunnusluvun sekä tutkitun aikavälin mukaan. Jonkin tunnusluvun mukaan kotimaiset yrityskaupat onnistuivat tietyllä aikavälillä paremmin ja jollakin toisella ulkomaisten yrityskauppojen suorituskyy oli parempi.

Taloudellisen suorituskyyvyn mittareihin verrattuna yrityskaupan kansainvälisyydellä oli suurempi vaikutus yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen epänormaaleilla tuotoilla mitattuna. Tutkimustulosten mukaan kotimaiset yrityskaupat menestyivät kaikilla tutkituilla aikaväleillä ulkomaisia yrityskauppoja paremmin. Lyhyellä aikavälillä positiiviset epänormaalit

tuotot olivat kotimaisissa yrityskaupoissa suurempia ja pitkällä aikavälillä negatiiviset epänormaalit tuotot vastaavasti pienempiä kuin ulkomaisissa yrityskaupoissa. Tulokset tukevat Moellerin ja Schlingemannin (2005) tutkimuksen havaintoja kotimaisten yrityskauppojen paremmuudesta.

Myös *ostavan yrityksen koon* huomattiin vaikuttavan yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen. Ostavan yrityksen taloudellisen suorituskyvyllä mitattuna suuret yritysten tekemät yrityskaupat onnistuivat pienten yritysten tekemiä yrityskauppoja paremmin. Tutkimustulos on ristiriidassa muun muassa Moellerin ym. (2004) tekemän aikaisemman tutkimuksen kanssa. Tutkimustuloksista ei kuitenkaan voi tehdä merkittäviä johtopäätöksiä yrityksen koon vaikutuksesta yrityskaupan onnistumiseen, sillä vain yksi kolmesta tutkituista tunnusluvusta antoi olennaisen eron suurten ja pienten yritysten tekemien yrityskauppojen välille.

Kuten yrityskaupan kansainvälisyyden kohdalla, myös ostavan yrityksen koolla huomattiin olevan suurempi vaikutus yrityskaupan onnistumiseen, kun sitä tutkittiin ostavan yrityksen arvon ja epänormaalien tuottojen näkökulmasta. Pienten yritysten tekemissä yrityskaupoissa epänormaalit tuotot ovat kaikilla tutkituilla lyhyen aikavälin aikaikkunoilla suurten yritysten tekemiä yrityskauppoja suurempia. Pitkällä aikavälillä puolestaan suuret yritykset vaikuttasivat menestyvän paremmin niiden kokemien negatiivisten epänormaalien tuottojen ollessa pienempiä kuin pienten yritysten. Lyhyen aikavälin tulokset yrityskaupan vaikutuksista ostavan yrityksen arvoon tukevat Moellerin ym. (2004) tutkimusten tuloksia, joiden mukaan pienten yritysten tekemät yrityskaupat ovat taloudellisesti onnistuneempia. Kokonaisuutena, suorituskyky sekä epänormaalit tuotot huomioiden, tutkimuksen tulokset tukevat kuitenkin myös Agrawalin ym. (1992) tutkimusta. Heidän tutkimuksessaan päädyttiin samankaltaisiin tuloksiin, eikä suurten ja pienten yritysten tekemien yrityskauppojen väliltä löydetty johdonmukaista eroa yrityskaupan taloudelliselle onnistumiselle.

*Yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuuden* oletettiin aikaisempien tutkimusten perusteella tutkimusten perusteella vaikuttavan yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen siten, että samalla toimialalla toimivien yritysten väliset yrityskaupat onnistuvat taloudellisesti mi-

tattuna eri toimialalla toimivien yritysten välisiä yrityskauppoja paremmin. Toimialan ennalta tuntemisen sekä valmiin asiakaskunnan olemassaolon oli ajateltu olevan merkittävässä roolissa toimialasidonnaisuutta ajatellessa. (Bhabra & Huang 2013; Fraunhoffer 2013; King ym. 2003.) Ostavan yrityksen taloudellisella suorituskyvyllä mitattuna yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuuden vaikutus yrityskaupan onnistumiseen ei ollut kuitenkaan niin yksiselitteinen. Tutkimuksen perusteella ainoastaan yhden tunnusluvun mukaan samalla toimialalla toimivien yritysten väliset yrityskaupat onnistuivat paremmin. Muilla tunnusluvuilla mitattuna samalla ja eri toimialoilla toimivien yritysten välisten yrityskauppojen taloudellisesta onnistumisesta ei havaittu lähes mitään eroa. Tutkimustulokset ovat siten ristiriidassa edellä esitellyn käsityksen mukaan saman toimialan sisäisten yrityskauppojen paremmuudesta.

Yrityksen arvolla mitattuna yrityskaupan osapuolten toimialasidonnaisuuden merkitys yrityskaupan taloudelliseen onnistumiseen näyttäisi kuitenkin olevan selkeämpi. Eri toimialoilla toimivien yritysten välisten yrityskauppojen huomataan tuottavan sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä parempia epänormaaleja tuottoja. Lyhyellä aikavälillä positiiviset epänormaalit tuotot ovat suurempia ja pitkällä aikavälillä yritysten kohtaamat negatiiviset epänormaalit tuotot ovat puolestaan pienempiä kuin niissä yrityskaupoissa, joiden kohdeyritys on toiminut samalla toimialalla kuin ostaja. Näin ollen myös epänormaaleilla tuotoilla saadut tutkimustulokset ovat ristiriidassa aikaisempien tutkimusten (Bhabra & Huang 2013; Fraunhoffer 2013; King ym. 2003) kanssa, jotka saavat tästä tutkimuksesta tukea toimialasidonnaisuutta koskeville tuloksilleen vain yhden tunnusluvun osalta.

Tutkielman perusteella voidaan todeta, että suomalaisten pörssiyhtiöiden tekemät yrityskaupat eivät paranna ostavien yritysten taloudellista suorituskykyä, vaan päinvastoin jopa heikentävät sitä. Näin ollen Trautwein (1990) ja Gaughanin (2015) mukaisen tärkeimpänä yksittäisenä yrityskauppoihin johtavana motiivina toimiva synergiaetujen tavoittelu ei toteudu. Operatiivisten synergiaetujen yhtenä muotona mainittu kannattavuus ei saa tukea tutkimustuloksista, joissa kumpikaan yrityksen kannattavuutta mittaavista tunnusluvuista ei parantunut. Ainakaan synergiaedut eivät siten selitä yrityskauppojen lisääntyntä määrääkään ainakaan suomalaisella yrityskauppoja koskevalla aineistolla.

Tämän tutkielman perusteella voidaan kuitenkin todeta yrityskauppojen vaikuttavan lyhyellä aikavälillä positiivisesti ostavan yrityksen arvoon. Etenkin yrityskaupan julkistamispäivän lähettyvillä osakkeenomistajat voivat saada merkittäviä epänormaaleja tuottoja yrityksen osakkeiden avulla. Pitkällä aikavälillä sen sijaan yrityskaupat eivät ole osakkeenomistajillekaan enää tuottoisia, sillä kumulatiiviset epänormaalit tuotot painuvat reilusti negatiivisiksi.

Yritysjohdon tulisi valita kauppakohde sen mukaan, mitä yrityskaupalla pyritään saavuttamaan. Tutkimustulosten mukaan jotkut kauppakohteet ovat osakkeenomistajien näkökulmasta parempia kuin toiset ja jonkun tyyppisillä yrityskaupoilla voidaan ehkäistä suorituskyvyn laskemista paremmin kuin toisilla. Esimerkiksi osakkeenomistajien lyhyen aikavälin tuoton maksimoinnin näkökulmasta pienten yritysten tekemät kotimaisiin kohdeyrityksiin kohdistuvat yrityskaupat ovat kaikista kannattavimpia. Jos taas yritys pyrkii parantamaan taloudellista suorituskykyään, ei esimerkiksi pienten yritysten kannattaisi tämän tutkimuksen valossa tehdä lainkaan yrityskauppoja.

Tutkimusta tehdessä oli kuitenkin huomattavissa se, että jokainen yrityskauppa on erilainen ja sisältää sekä uhkia että mahdollisuuksia yrityksen suorituskyvyn ja arvon kokemien vaikutusten suhteen. Samanlaisilta vaikuttavat yrityskaupat voivat johtaa täysin vastakkaisiin tuloksiin eikä siten varmaa menestystä tai epäonnistumista takaavaa yrityskauppaa ole ainaakaan tässä tutkielmassa käytetyn aineiston pohjalta olemassa.

#### *Tutkielman rajoitteet ja jatkotutkimusaiheet*

Tutkimuksen tuloksista ei voida tehdä muuhun aineistoon yleistettävissä olevia johtopäätöksiä, sillä tutkimusaineisto ei tehtyjen rajausten jälkeen ollut satunnaisotantaan perustuva. Tulokset ovat kuitenkin monilta osin samansuuntaisia aiheesta aikaisemmin tehtyjen tutkimusten kanssa, mikä rohkaisee jatkamaan ja kehittämään suomalaisten yrityskauppojen tieteellistä tutkimusta myös jatkossa.

Suomalaisia yrityskauppoja onkin toistaiseksi tutkittu melko vähän, minkä takia lisätutkimusten tekeminen on suositeltavaa. Tässä tutkielmassa tutkittiin vain suomalaisten pörssiyri-tysten tekemiä yrityskauppoja, mistä johtuen jatkossa olisi suositeltavaa ottaa tutkimukseen mukaan myös muiden kuin pörssiyhtiöiden tekemät yrityskaupat. Lisäämällä tutkimusaineis-toon yksityisessä omistuksessa olevien yritysten tekemät saataisiin kattavuutta kasvatettua suuremmaksi ja siten tuloksista saataisiin johdettua paremmin yleistettävissä olevia johto-päätöksiä. Tässä tutkielma keskityttiin lisäksi ainoastaan yrityskauppojen vaikutuksiin osta-vana osapuolena olevan yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn ja arvoon, minkä takia myös kohdeyritykseen kohdistuvien vaikutusten tutkiminen olisi mielenkiintoista.

Aiheesta tehtävissä jatkotutkimuksissa olisi yrityksen suorituskyvyn kokemia vaikutuksia suositeltavaa tutkia useamman tunnusluvun avulla. Tässä tutkielmassa käytetyt tunnusluvut mittasivat ainoastaan yrityksen kannattavuutta ja maksuvalmiutta, kun tunnusluvuilla voisi mitata yrityksen suorituskykyä myös vakavaraisuuden ja kasvun näkökulmista. Yrityksen arvoa koskevissa tutkimuksissa voisi puolestaan ottaa huomioon myös yrityskaupan julkis-tamispäivää edeltävät epänormaalit tuotot, joilla voitaisiin tutkia mahdollisten tietovuotojen määrää ja voimakkuutta.

## LÄHDELUETTELO

- Agrawal, A. & J. F. Jaffe (2000). The post-merger performance puzzle. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 1, 7–41.
- Agrawal, A., J. F. Jaffe & G. N. Mandelker (1992). The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of anomaly. *The Journal of Finance*, 47(4), 1605–1621.
- Ali-Yrkkö, J. (2002). *Mergers and acquisitions: Reasons and results*. ETLA Discussion papers. The Research Institute of the Finnish Economy (ETLA). Nro. 792.
- Andrade, G., M. Mitchell & E. Stafford (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103–120.
- André, P., M. Kooli & J-F. L'Her (2004). The long-run performance of mergers and acquisitions: Evidence from the Canadian stock market. *Financial Management*, 33(4), 27–43.
- Asquith, P. (1983). Merger bids, uncertainty, and stockholder returns. *Journal of Financial Economics*, 11, 51–83.
- Aw, M. S. B. & R. A. Chatterjee (2004). The performance of UK firms acquiring large cross-border and domestic takeover targets. *Applied Financial Economics*, 14(5), 337–349.
- Balance Consulting (2017). *Tunnuslukuopas. Markkina-arvo* [online]. Luettu 18.4.2017. Saatavana World Wide Webistä: <URL: [http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut/markkina\\_arvo](http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut/markkina_arvo)>
- Balance Consulting (2017). *Tunnuslukuopas. Yritysarvo, velaton arvo* [online]. Luettu 18.4.2017. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut/yritysarvo>>
- Barber, B. M. & J. D. Lyon (1996). Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 41(3), 359–399.
- Barnes, P. (1998). Can takeover targets be identified by statistical techniques?: Some UK evidence. *Journal of the Royal Statistical Society*, 47(4), 573–591.
- Benninga, S. (2008). *Financial Modeling*. 3. painos. Lontoo: The MIT Press. 1106 s.

- Bergh, D. D. (1997). Predicting divestiture of unrelated acquisitions: an integrative model of ex ante conditions. *Strategic Management Journal* 18(9), 715–731.
- Bhabra, H. S. & J. Huang (2013). An empirical investigation of mergers and acquisitions by Chinese listed companies, 1997–2007. *Journal of Multinational Financial Management*, 23, 186–207.
- Black, E. L., T. A. Carnes, T. Jandik & B. C. Henderson (2007). The relevance of target accounting quality to the long-term success of cross-border mergers. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34, 139–168.
- Bohren, O. & R. Strom (2010). Governance and politics: Regulating independence and diversity in the board room. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(9–10), 1281–1308.
- Borges, M. R. & R. Gairifo (2013). Abnormal returns before acquisition announcements: Evidence from Europe. *Applied Economics*, 45(26), 3723–3732.
- Carter, D., B. Simkins & W. Simpson (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38(1), 33–53.
- Conn, R. L., A. Cosh, P. M. Guest & A. Hughes (2005). The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32, 815–870.
- Creswell, J. W. (2014). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches*. 4. painos. Los Angeles: Sage. 273 s.
- Dimson, E. & P. Marsh (1986). Event study methodologies and the size effect: The case of UK press recommendations. *Journal of Financial Economics*, 17(1), 113–142.
- Eckbo, B. E, R. M. Giammarino & R. L. Heinkel (1990). Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers: Theory and tests. *The Review of Financial Studies*, 3(4), 651–675.
- Fama, E. F., & K. R. French (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The Journal of Finance*, 51(1), 55–84
- Finlex (2017). *Kirjanpitolaki* [online]. Luettu 24.4.2017. Saatavana Wolrd Wide Webistä: <URL: <http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1997/19971336#L1P4a>>
- Fishman, M. J. (1989). Preemptive bidding and the role of the medium of exchange in acquisitions. *The Journal of Finance*, 44(1), 41–57.

- Fraunhoffer, R. M. (2013). *Mergers and acquisitions in the energy sector: The impact of synergy disclosures on shareholder wealth and operating performance*. Frankfurt: Peter Lang GmbH, Internationaler Verlag der Wissenschaften. 129 s.
- Fuller, K., J. Netter & M. Stegemoller (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The Journal of Finance*, 57(4), 1763–1793.
- Gaughan, P. A. (2015). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. 6. painos. Hoboken, New Jersey: Wiley. 685 s.
- Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 7, 151–178.
- Gregory, A. (1997). An examination of the long run performance of UK acquiring firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24, 971–1002.
- Gregory, A. & S. McCorriston (2005). Foreign acquisitions by UK limited companies: short- and long-run performance. *Journal of Empirical Finance*, 12, 99–125.
- Hanna, E. M. (2005). *Mergers and acquisitions: A systems approach to pre-acquisition assessment of potential merger and acquisition combinations*. Julkaisematon. Vaasan yliopiston kirjasto. 138 s.
- Healy, P. M., K. G. Palepu & R. S. Rubak (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31, 135–175.
- Heikkilä, T. (2010). *Tilastollinen tutkimus*. 7–8. painos. Helsinki: Edita Publishing Oy. 317 s.
- Hoque, Z. (2006). *Methodological issues in accounting research: Theories, methods and issues*. London: Spiramus. 538 s.
- Ikäheimo, S., S. Lounasmeri & R. Walden (2009). *Yrityksen laskentatoimi*. Helsinki: WSOYpro Oy. 316 s.
- Immonen, R. (2000). *Yritysmuodot ja liiketoiminta*. Hämeenlinna: Kauppakaari Oyj. 1001 s.
- Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (2017). *Statistics on Mergers & Acquisitions worldwide* [online]. Luettu 1.3.2017. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html>>.
- Kallunki J-P. & E. Kytönen (2007). *Uusi tilinpäätösanalyysi*. Helsinki: Talentum. 272 s.



- Kauppalehti (2017). *Pörssi, indeksit. Indeksi: OMX Helsinki* [online]. Luettu 25.4.2017. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <https://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/indeksi.jsp?indid=OMXHPI>>
- Kihn, L., & Näsi, S. (2017). Emerging diversity in management accounting research the case of finnish doctoral dissertations, 1945–2015. *Journal of Accounting and Organizational Change*, 13(1), 131–160.
- King, D. R., D. R. Dalton, C. M. Daily & J. G. Covin (2003). Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25, 187–200.
- Kinnunen J., J. Leppiniemi, V. Puttonen & K. Virtanen (2002). *Tietoa yrityksen taloudesta*. KY-Palvelu Oy. Keuruu: Otavan Kirjapaino Oy. 270 s.
- Linn, S. C. & J. A. Switzer (2001). Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions? *Journal of Banking & Finance*, 25, 1113–1138.
- Malatesta, P. H. (1983). The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms. *Journal of Financial Economics*, 11, 155–181.
- Moeller, S. B. & F. P. Schlingemann (2005). Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions. *Journal of Banking & Finance* 29, 533–564.
- Moeller, S. B., F. P. Schlingemann & R. M. Stulz (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73, 201–228.
- Morck, R., A. Shleifer & R. W. Vishny (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions? *The Journal of Finance*, 45(1), 31–48.
- Myers, S. & N. Majluf (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 87, 355–374.
- Neilimo, K., & Näsi, J. (1980). *Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen yrityksen taloustiede: Tutkimus positivismiin soveltamisesta*. Tampere: Tampereen yliopisto.
- Nummenmaa L. (2004). *Käyttytymistieteiden tilastolliset menetelmät*. 1. painos (uud.laitos). Helsinki: Tammi. 468 s.
- Powell, R. G. & A. W. Stark (2005). Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. *Journal of Corporate Finance*, 11, 293–317.

- Rahman, R. A. & R. J. Limmack (2004). Corporate acquisitions and the operating performance of Malaysian companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31, 359–400.
- Ramachandran, K. M., & C. P. Tsokos (2009). *Mathematical statistics with applications*. Amsterdam: Elsevier/Academic Press. 824 s.
- Ramakrishnan, K. (2008). Long-term post-merger performance of firms in India. *Vikalpa*, 33(2), 47–63.
- Roberts, E. B. & C. A. Berry (1985). Entering new businesses: selecting strategies for success. *Sloan Management Review*, 27, 3–17.
- Siikarla, Pertti (2006). *Osaakeyhtiölaki & Käytäntö*. Helsinki: Yrityskirjat Oy. 441 s.
- Sudarsanam, S. & A. A. Mahate (2003). Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: the UK evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30, 299–341.
- Tenhunen, L. & R. Werner (2000). *Yrityskaupan käsikirja*. Jyväskylä: Tietosanoma Oy. 198 s.
- Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. *Strategic Management Journal*, 11(4), 283–295.
- Tuch, C. & N. O’Sullivan (2007). The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence. *International Journal of Management Reviews*, 9(2), 141–170.
- Vaihekoski, M. (2004). *Rahoitusalan sovellukset ja Excel*. 2. Painos. Helsinki: WSOY. 341 s.

## LIITE 1: Tutkimusaineiston yrityskaupat

Yrityskaupan julkistamispäivä	Ostava yritys	Kohdeyritys	Ostavan yrityksen koko	Yrityskaupan kansainvälisyys	Toimiala- sidonnaisuus
28.2.2008	Aspo Oyj	Kauko-Telko Oy	pieni	kotimainen	eri
21.4.2008	Comptel Oyj	Axiom Systems Ltd	pieni	ulkomainen	sama
23.4.2008	Etteplan Oyj	Eteco Oy	pieni	kotimainen	eri
2.6.2008	Rocla Oyj	VB Trucks A/S	pieni	ulkomainen	sama
25.6.2008	Outokumpu Oyj	Avesta Klippcenter AB	suuri	ulkomainen	sama
3.7.2008	Wartsila Oyj Abp	Vik-Sandvik AS	suuri	ulkomainen	sama
11.7.2008	Sponda Oyj	LR Ducat Hldg-Ducat Place II	suuri	ulkomainen	sama
30.7.2008	Atria Oyj	OOO MPZ Kampomos	pieni	ulkomainen	sama
5.9.2008	Amer Sports Oyj	Pamporovo Ski	suuri	ulkomainen	sama
5.9.2008	BasWare Oyj	Contempus AS	pieni	ulkomainen	sama
29.9.2008	Wulff-Yhtiot Oyj	Ibero Liikelahjat Oy	pieni	kotimainen	eri
24.10.2008	Biotie Therapies Oyj	elbion GmbH	pieni	ulkomainen	sama
15.4.2009	Fiskars Oyj Abp	Agrofin Oy AB	pieni	kotimainen	eri
10.6.2009	Interavanti Oyj	Proposta Oy	pieni	kotimainen	eri
10.7.2009	F-Secure Oyj	Steek SA	pieni	ulkomainen	sama
6.11.2009	Turvatiimi Oyj	OTSO palvelut Oy	pieni	kotimainen	sama
1.12.2009	Uponor Oyj	Underfloor Heating Co Ltd	pieni	ulkomainen	sama
23.3.2010	Neste Oil Oyj	Alexela Oil AS-Fuel Stations	suuri	ulkomainen	sama
29.3.2010	Vaisala Oyj	Veriteq Instruments Inc	pieni	ulkomainen	sama
24.5.2010	Lassila & Tikanoja Oyj	Kiinteistopalvelu Oy Hollola	pieni	kotimainen	eri
25.5.2010	Vacon Oyj	Undisclosed Solar Energy	pieni	ulkomainen	eri
4.6.2010	HKScan Oyj	Rose Poultry A/S	pieni	ulkomainen	sama
14.6.2010	Rautaruukki Oyj	SeeBA Technik-Wind Tower Ops	suuri	ulkomainen	sama
29.6.2010	Tieto Oyj	Intensium-Operations	suuri	ulkomainen	eri
30.7.2010	Kemira Oyj	Albemarle Corp-Teesport	suuri	ulkomainen	sama
23.8.2010	Oral Hammaslaakarit Oyj	Hammaskeskus Oy Ab	pieni	kotimainen	sama
27.8.2010	Rapala VMC Oyj	Dynamite Baits Ltd	pieni	ulkomainen	sama
1.9.2010	Oriola-KD Oyj	O3 Apteka	pieni	ulkomainen	eri
1.9.2010	Teleste Oyj	SATLAN Sp Zoo	pieni	ulkomainen	eri
8.9.2010	Finnair Oyj	Undisclosed Airline Co,Finland	pieni	ulkomainen	sama
15.9.2010	Talentum Oyj	IIR Finland Oy	pieni	kotimainen	eri
1.11.2010	CapMan Oyj	Sanka Oy	pieni	kotimainen	eri
16.12.2010	Panostaja Oyj	Suomen Graafiset Palvelut Oy	pieni	kotimainen	eri
10.1.2011	Biotie Therapies Oyj	Synosia Therapeutics	pieni	ulkomainen	sama
14.4.2011	Poyry Oyj	Vattenfall Power Consultant AB	pieni	ulkomainen	eri
19.4.2011	Tikkurila Oyj	Zorka Color ad-Business Op	pieni	ulkomainen	sama
27.4.2011	TeliaSonera Finland Oyj	Oy Turun Kaapelitelevisio	suuri	kotimainen	eri
29.4.2011	Sanoma Oyj	Bonnier Utbildning AB	suuri	ulkomainen	sama
4.5.2011	Pohjola-Yhtymä Oyj	Excenta Oy	suuri	kotimainen	eri
5.5.2011	Ramirent Oyj	RENT MB sro-Rental Business	suuri	ulkomainen	sama
31.5.2011	SRV Yhtiot Oyj	Maanrakennus Oy Laatutyo	pieni	kotimainen	sama
4.8.2011	Suominen Oyj	Ahlstrom-Home & Personal Bus	pieni	kotimainen	eri
9.8.2011	PKC Group Oyj	AEES Inc	pieni	ulkomainen	sama
17.11.2011	Wartsila Oyj Abp	Hamworthy PLC	suuri	ulkomainen	sama

16.12.2011	Amer Sports Oyj	Nikita ehf	suuri	ulkomainen	eri
31.12.2011	Martela Oyj	Muuttopalvelu Grundell Oy	pieni	kotimainen	eri
26.1.2012	Comptel Oyj	Xtract Oy	pieni	kotimainen	sama
31.1.2012	Outokumpu Oyj	Inoxum AG	suuri	ulkomainen	sama
16.3.2012	YIT Oyj	Dala Elmontage AB	suuri	ulkomainen	sama
20.3.2012	Solteq Oyj	Aldata Solution Finland Oy	pieni	kotimainen	sama
7.6.2012	Citycon Oyj	Albertslund-shopping centre	suuri	ulkomainen	sama
28.6.2012	UPM-Kymmene Oyj	Vamy Oy-Power Plant, Myllykoski	suuri	kotimainen	eri
5.9.2012	Ahlstrom Oyj	Munktel Filter AB	pieni	ulkomainen	eri
5.10.2012	BasWare Oyj	Certipost NV-Certain Business	pieni	ulkomainen	eri
6.11.2012	Takoma Oyj	Oy Eurohela Trading Ltd	pieni	kotimainen	sama
19.11.2012	eQ Oyj	Icecapital-Asset Mgmt Business	pieni	ulkomainen	sama
2.1.2013	Lemminkäinen Oyj	Kuljetus Oy Wilkman	pieni	kotimainen	sama
8.4.2013	Lassila & Tikanoja Oyj	Zenrobotics-Zenrobotics Recycl	pieni	ulkomainen	sama
11.6.2013	Fortum Oyj	Undisclosed Rajasthan Plant	suuri	ulkomainen	sama
14.6.2013	Alma Media Oyj	Julkaisupalvelu Lounais-Lappi	pieni	kotimainen	sama
10.7.2013	Efore Oyj	ROAL Electronics SpA	pieni	ulkomainen	sama
11.7.2013	Atria Oyj	Saarioinen-Slaughtering, Meat C	pieni	kotimainen	sama
16.7.2013	Cargotec Oyj	Hatlapa Uetersener	suuri	ulkomainen	sama
22.8.2013	Metso Oyj	EPT Engineering Services Pvt	suuri	ulkomainen	sama
11.10.2013	Technopolis Oyj	Falcon Business Park Oy	pieni	kotimainen	eri
13.12.2013	Innofactor Oyj	Enabling Holding ApS	pieni	ulkomainen	sama
17.12.2013	Vaisala Oyj	3TIER Inc	pieni	ulkomainen	eri
10.1.2014	Suominen Oyj	Ahlstrom Nao-Tecidos	pieni	kotimainen	eri
17.1.2014	Okmetic Oyj	Okmetic Management Oy	pieni	kotimainen	eri
30.1.2014	Soprano Oyj	MIF Oy	pieni	kotimainen	eri
14.2.2014	Turvatiimi Oyj	Infratek Security Finland Oy	pieni	kotimainen	eri
5.3.2014	Restamax Oyj	Rengasravintolat Oy	pieni	kotimainen	sama
12.6.2014	Nokia Oyj	Medio Systems Inc	suuri	ulkomainen	eri
17.6.2014	Sanoma Oyj	Humo NV	suuri	ulkomainen	sama
23.6.2014	Stora Enso Oyj	Virdia Inc	suuri	ulkomainen	eri
9.9.2014	Cramo Oyj	BMS Uthyrning i Kalmar AB	suuri	ulkomainen	sama
30.9.2014	Powerflute Oyj	Corenso United Oy Ltd	pieni	kotimainen	sama
24.10.2014	Tikkurila Oyj	Kefa Drytech AB	pieni	ulkomainen	sama
12.11.2014	Ramirent Oyj	Savonlinnan-Business Operation	suuri	kotimainen	sama
19.11.2014	Raisio Oyj	Cilag GmbH Intl - Benecol Bus	pieni	ulkomainen	eri
12.12.2014	Taaleritehdas Oyj	Vakuutusosakeyhtio Garantia	pieni	kotimainen	sama
7.1.2015	Teleste Oyj	Mitron Oy	pieni	kotimainen	sama
4.3.2015	Dovre Group Oyj	Norwegian Petro Consultants AS	pieni	ulkomainen	eri
23.3.2015	Amer Sports Oyj	Hillerich & Bradsby-Louisville	suuri	ulkomainen	sama
4.5.2015	Talentum Oyj	Sanoma Media-MB Magazine	pieni	kotimainen	sama
11.5.2015	Fiskars Oyj Abp	WWRD Holdings Ltd	pieni	ulkomainen	eri
25.5.2015	Citycon Oyj	Sektor Gruppen AS	suuri	ulkomainen	sama
25.5.2015	Scanfil Oyj	PartnerTech AB	pieni	ulkomainen	eri
2.6.2015	F-Secure Oyj	nSense Group ApS	pieni	ulkomainen	sama
17.6.2015	Solteq Oyj	Descom Oy	pieni	kotimainen	sama
31.7.2015	Valmet Oyj	Massimiliano Corsini-Tissue	suuri	ulkomainen	sama
31.8.2015	Etteplan Oyj	Suunnittelu ja Asennusten	pieni	kotimainen	sama
2.9.2015	KONE Oyj	Lift Modus doo	suuri	ulkomainen	sama
2.11.2015	Outotec Oyj	Sinter Plant Svcs-The Bus	pieni	ulkomainen	sama
20.11.2015	Elisa Oyj	ZEF Oy-Livezhat Business	suuri	kotimainen	eri
1.12.2015	Tieto Oyj	Smilehouse Oy	suuri	kotimainen	sama
3.12.2015	Oriola-KD Oyj	Svensk Dos AB	pieni	ulkomainen	sama
8.12.2015	Kemira Oyj	Polymer Services LLC	suuri	ulkomainen	sama
23.12.2015	Huhtamäki Oyj	FIOMO as	suuri	ulkomainen	sama